



**CENTRO UNIVERSITÁRIO DE BRASÍLIA**  
**Instituto CEUB de Pesquisa e Desenvolvimento – ICPD**  
**Programa de Mestrado em Direito**

**LEONARDO ARÊBA PINTO**

**A REGULAÇÃO DAS MEDIDAS DEFENSIVAS  
CONTRA AQUISIÇÕES HOSTIS DE SOCIEDADES  
ANÔNIMAS**

**Brasília**  
**2017**

**CENTRO UNIVERSITÁRIO DE BRASÍLIA**  
**Instituto CEUB de Pesquisa e Desenvolvimento - ICPD**  
**Programa de Mestrado em Direito**

**LEONARDO ARÊBA PINTO**

**A REGULAÇÃO DAS MEDIDAS DEFENSIVAS  
CONTRA AQUISIÇÕES HOSTIS DE SOCIEDADES  
ANÔNIMAS**

Dissertação apresentada como  
requisito parcial para obtenção do  
título de Mestre em Direito pelo  
programa de Mestrado em Direito do  
Centro Universitário de Brasília.  
Orientador: Prof. Dr. Daniel Amin  
Ferraz

**Brasília**  
**2017**

**LEONARDO ARÊBA PINTO**

**A REGULAÇÃO DAS MEDIDAS DEFENSIVAS  
CONTRA AQUISIÇÕES HOSTIS DE SOCIEDADES  
ANÔNIMAS**

Dissertação apresentada como  
requisito parcial para obtenção do  
título de Mestre em Direito pelo  
programa de Mestrado em Direito do  
Centro Universitário de Brasília.

Orientador: Prof. Dr. Daniel Amin  
Ferraz

Brasília-DF, 31 de Agosto de 2017.

Banca Examinadora:

---

Prof. Dr. Daniel Amin Ferraz  
Orientador

---

Prof. Dr. Jefferson Carús Guedes  
Centro Universitário de Brasília – UniCEUB

---

Prof. Dr. Paulo Burnier da Silveira  
Avaliador Externo  
Centro Universitário de Brasília – UniCEUB

## AGRADECIMENTO

*A Deus, que me deu forças para seguir em frente quando mais precisei.*

*À minha família, que sempre me prestou amor e apoio incondicional em todos os momentos, especialmente nos mais difíceis.*

*Ao meu orientador Daniel Amin Ferraz, que me ensinou lições que vou carregar para a vida inteira.*

*A Henrique Luiz Ferreira Coelho, que sempre apostou no meu futuro e me presenteou com a sua amizade quando mais precisei.*

*Aos meus amigos queridos, que entenderam a minha ausência e não deixaram de me apoiar.*

*Aos professores do programa de Mestrado do UniCEUB, que me conduziram até aqui.*

*A todas as pessoas especiais que me auxiliaram em todas as etapas desse caminho.*

## RESUMO

PINTO, Leonardo Arêba. **A regulação das medidas defensivas contra aquisições hostis de sociedades anônimas.** Mestrado em Direito e Políticas Públicas. Brasília: UniCEUB, 2017.

O objeto da presente dissertação é analisar se os mecanismos legais voltados à defesa contra aquisições hostis de sociedades anônimas demandam regulação estatal mais específica, tendo em vista a relevância da temática para o empresariado brasileiro e para a sociedade civil em geral. Para tanto, inicialmente, pretende-se explorar os conceitos basilares à temática proposta, tais como o poder de controle societário, a regulação do mercado de capitais brasileiro, as medidas defensivas em espécie e a atuação dos membros da administração societária. Em momento seguinte, pretende-se examinar os casos concretos relativos ao tema, ocorrentes no ordenamento jurídico brasileiro, para que seja possível traçar o estado da regulação atual. Na conclusão do estudo, a partir das premissas alcançadas, a problemática suscitada inicialmente será respondida, considerando-se o ordenamento jurídico brasileiro atual e a necessidade de regulação específica das medidas de defesa contra aquisições hostis.

**Palavras-chave:** Direito Empresarial. Sociedades anônimas de capital aberto. Alienação hostil de sociedades anônimas. Regulação de Medidas defensivas contra aquisições hostis.

## **ABSTRACT**

The objective of this dissertation is to analyze if the Brazilian legal structure destined to regulate the defensive methods against hostile takeovers demand for a more specific legislation, taking into account the relevance of this theme for the Brazilian businessmen and for the civil society. For such, initially, it is intended to explore the fundamental concepts related to the objective of this dissertation, such as the power of companies control, the regulation of the capital market, the defensive measures in species and the line of work of the administrative social members. In the next moment, it is intended to analyze the cases related to this dissertation theme, in order to trace the Brazilian regulation nowadays. In the conclusion for this work, from the premises analyzed, the problematic mentioned initially will be answered, considering the modern Brazilian legislation and the necessity of a more specific regulation regarding the defensive measures against hostile takeovers.

**Key-words:** Commercial Law. Publicly traded companies. Hostile takeovers of companies. Regulation of defensive measures against hostile takeovers.

## ÍNDICE

<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>10</b>
<b>1. DO PODER DE CONTROLE NA SOCIEDADE ANÔNIMA E AS MEDIDAS DEFENSIVAS CONTRA AQUISIÇÕES HOSTIS .....</b>	<b>15</b>
<b>1.1. Das ações e suas classificações .....</b>	<b>24</b>
Das espécies e classes de ações .....	26
Do valor das ações.....	34
Das formas das ações.....	37
1.2. Da regulação do mercado de capitais .....	38
1.2.1. Regulação e autorregulação do mercado de capitais brasileiro. ....	46
1.2.1.1. Regulação (realizada pelo Estado) .....	47
1.2.1.1.1 – Do Conselho Monetário Nacional - CMN.....	49
1.2.1.1.2- Banco Central do Brasil.....	51
1.2.1.1.3. Comissão de Valores Mobiliários (CVM) .....	52
1.2.2. Autorregulação - Regulação realizada pelos próprios agentes do mercado ...	57
1.2.3. Entidades de Recomendação .....	59
1.3 Da governança corporativa .....	60
1.4. Da nova bolsa de valores: efeitos práticos da implementação de uma governança corporativa.....	64
1.5 O Poder de controle nas sociedades anônimas de capital aberto.....	70
1.5.1. Do poder de controle interno: totalitário, majoritário, acordo de acionistas, minoritário e gerencial. ....	74
1.5.2. Do controle externo .....	79
1.5.3. Das formas de alienação do poder de controle .....	80
1.5.4. Das características das formas de alienação do poder de controle .....	83
1.5.5 Modalidades de aquisição de poder de controle .....	86
1.6 Das medidas defensivas contra aquisições hostis .....	98
1.6.1 Das tipologias das medidas defensivas.....	102
1.6.2. Das espécies de medidas defensivas .....	105
1.6.2.1 <i>Poison Pills</i> – Pílulas de veneno .....	106
1.6.2.2 Cláusulas de Proteção à Dispersão Acionária .....	112
1.6.2.3 Limitação ao Número de Votos .....	118
1.6.2.4. O <i>Quorum</i> de “Super-Maioria” Qualificada .....	119
1.6.2.5. <i>Staggered Board</i> – Conselho de Administração Escalonado .....	120

1.6.2.6.6 O Cavaleiro Branco – <i>White Knight</i> .....	122
1.6.2.7. Escudeiro Branco – <i>White Square</i> .....	125
1.6.2.8. Joia da Coroa – <i>Crown Jewel</i> .....	126
1.6.2.9. Greenmail.....	127
1.6.2.10. Defesa <i>Pac-Man</i> .....	128
1.6.2.11. Paraquedas Dourado – <i>Golden Parachute</i> .....	129
1.6.2.12. <i>People Pill</i> .....	130
1.6.2.13. <i>Show Stopper</i> ou <i>Safe Harbor</i> – Porto Seguro.....	130
1.6.2.14. Macaroni Defense .....	133
1.6.2.15. Vencimento Antecipado.....	134
1.6.2.16. Standstill Agreements.....	135
1.6.2.17. Apenas diga não – <i>Just Say No</i> .....	135
1.6.2.18. Litígio Judicial e/ou arbitral .....	136
1.6.2.19. Fortalecimento da Esfera de Controle .....	136
1.7 Das responsabilidades e deveres dos administradores .....	137
1.7.1. Dos deveres dos administradores .....	137
1.7.2 Responsabilidade dos Administradores .....	140

## **2. MANOBRAS HOSTIS DE AQUISIÇÃO DE CONTROLE DE SOCIEDADE ANÔNIMA - DESCRIÇÃO E ANÁLISE DE CASOS..... 142**

2.1. Caso 1 – Caso GPC Participações S.A – Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/591 (julgado na sessão de 27/9/2016).....	142
2.2. Caso 2 – Caso Companhia HRT – Parecer do comitê de termo de compromisso (CVM – PAS 9211): Processo Administrativo Sancionador CVM/RJ: 2013/11703 e Processo de Termo de Compromisso CVM/RJ 2014/6823. ....	152
2.3. Caso 3 - Sadia S/A x Perdigão S/A - PAS nº SP2007/118 e REsp 1569171/SP.....	157
2.4. Caso 4 – Mittal Steel Company e Arcelor S.A (“Arcelor”).....	166

## **3. A REGULAÇÃO DAS MEDIDAS DEFENSIVAS CONTRA AQUISIÇÕES HOSTIS DE SOCIEDADES ANÔNIMAS..... 174**

3.1. Do Direito Comparado: Uma análise comparativa da regulação brasileira com a regulação internacional.....	174
3.1.1. A regulação das medidas defensivas nos Estados Unidos .....	175
3.1.2. Da regulação das medidas defensivas na União Europeia .....	178
3.1.3. Da regulação das medidas defensivas na Inglaterra.....	185
3.2. A regulação das medidas defensivas no ordenamento jurídico brasileiro .....	186



<b>CONCLUSÃO .....</b>	<b>192</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....</b>	<b>196</b>

## INTRODUÇÃO

As companhias ou sociedades anônimas representam instituto jurídico complexo, amplamente utilizados na sociedade contemporânea e regulados por um conjunto de leis específicas. Como poderá se vislumbrar neste estudo, tais sociedades são destinadas à implementação e operacionalização de negócios de destacada dinamicidade e dimensão, sendo que o capital social constituído por ações garante a consunção dos mencionados negócios.

Contudo, o fenômeno da dispersão acionária<sup>1</sup> ocorrente no âmbito das sociedades anônimas acabou por proporcionar alterações em seus conceitos de propriedade e gestão. O controle societário, que outrora fora atribuído aos detentores majoritários das ações de determinada sociedade anônima, passou a ser exercido por elementos sociais diversificados, tais como os sócios de participação acionária ínfima.<sup>2</sup>

Com a diversificação da titularidade do poder de controle exercitável no âmbito das sociedades anônimas de capital aberto, manobras hostis promovidas no mercado de valores mobiliários voltadas à tomada do controle acionário das companhias foram sendo praticadas com maior frequência, em bolsas de valores ou por intermédio de ofertas públicas.

A insurgência de manobras voltadas às aquisições hostis de sociedades anônimas se deu em diversos países, especificamente onde o

---

<sup>1</sup> O fenômeno da dispersão acionária será devidamente desenvolvido no capítulo 1, que abordará o controle das sociedades anônimas. Por ora, a redação do artigo 137, inciso II, alínea “b” da Lei nº 6.404/76 se mostra suficiente para explanar o sentido empregado no texto, dispositivo a seguir reproduzido: “Art. 137. A aprovação das matérias previstas nos incisos I a VI e IX do art. 136 dá ao acionista dissidente o direito de retirar-se da companhia, mediante reembolso do valor das suas ações (art. 45), observadas as seguintes normas: II - nos casos dos incisos IV e V do art. 136, não terá direito de retirada o titular de ação de espécie ou classe que tenha liquidez e dispersão no mercado, considerando-se haver: (...) b) dispersão, quando o acionista controlador, a sociedade controladora ou outras sociedades sob seu controle detiverem menos da metade da espécie ou classe de ação; (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)”.

<sup>2</sup> “Em decorrência da propagação de companhias com dispersão acionária, tornam-se frequentes casos de ruptura entre o poder empresarial e o risco. A dispersão acionária, em algumas companhias, dá origem a situações em que o poder de controle é exercido, até mesmo, por titulares de ações representativas de uma pequena participação acionária (*controle minoritário*), por administradores da companhia (*controle gerencial*) e, em determinados casos, por agentes externos capazes de exercer influência dominante sobre a companhia (*controle externo*)”. NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Medidas defensivas à Tomada de Controle de Companhias* – São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 23-24.

mercado de capitais apresenta desenvolvimento mais contundente. Nesta senda, os EUA e a Inglaterra passaram a ser posicionar, por intermédio dos poderes estatais, seja pelo Legislativo, pelo Judiciário ou pelo Executivo, de forma favorável ou contrária à regulação de medidas defensivas à tomada de controle de sociedades anônimas.<sup>3</sup>

O Brasil, neste prisma, apresentou período de relevante fortalecimento estrutural do seu Mercado de Valores Mobiliários a partir do ano 1960, notadamente por intermédio de uma regulação específica do Mercado de Capitais voltada à promoção do desenvolvimento nacional, do incentivo aos investidores e da segurança das transações inerentes ao Sistema Financeiro Nacional.<sup>4</sup>

Em função do constante fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional, que por sua vez repercutiu no aumento da relevância do mercado de valores mobiliários para a economia nacional, a necessidade de um posicionamento do ordenamento jurídico brasileiro no tocante às medidas hostis à aquisição de controle de sociedades anônimas, assim como se vislumbrou em cenários internacionais distintos, é medida que se impõe, tendo

---

<sup>3</sup> Vale transcrever a postura dos EUA no tocante às manobras defensivas às tomadas hostis de controle: "(...) Por outro lado, no exterior, em especial nos EUA, inúmeras são as técnicas de defesa desenvolvidas e efetivamente testadas. Literalmente, milhares de páginas já foram devotadas ao assunto no exterior, no campo do Direito, da Economia e da Administração, e, décadas após o seu surgimento, o uso de mecanismos de defesa ainda resta controverso. Sua controvérsia gravita em torno não apenas da legitimidade como também de quem pode ou deve fazer uso de expedientes defensivos – se administradores ou acionistas das companhias visadas -, expressa na já analisada dicotomia existente entre os modelos regulatórios europeu e norte-americano". OIOLI, Erik Frederico. *Oferta Pública de Aquisição do Controle de Companhias Abertas – Coleção IDSA de Direito Societário e Mercado de Capitais – Volume 1*. São Paulo: Quartir Latin, 2010, p. 41.

<sup>4</sup> No tocante à política econômica brasileira empreendida a partir da década 1960, pode-se aduzir que: "Para além daquelas funções que tradicionalmente se identificam com relação ao mercado de capitais, como as de assegurar a liquidez aos títulos e valores mobiliários de emissão das companhias e de permitir a capitalização das companhias a política legislativa brasileira sempre pretendeu atribuir à regulação do mercado de capitais um papel de promoção do próprio desenvolvimento econômico nacional, sendo possível, a partir da sucessiva leitura, examinar os efeitos e os resultados dessa política e analisar o impacto da regulação do mercado de capitais sobre o desenvolvimento econômico". ARAUJO, Danilo Borges dos Santos Gomes de. *Regulação Brasileira do Mercado Capitais/ Organizador Danilo Borges dos Santos Gomes de Araujo*. – São Paulo: Saraiva, 2015. – (Coleção direito desenvolvimento justiça), p. 41.

em vista a insurgência de casos tentados de aquisição hostis de controle de sociedades anônimas de capital aberto.<sup>5</sup>

O presente estudo se situa exatamente neste contexto. Tendo sido vislumbrada a modernidade desta temática, optou-se por delimitar quais medidas defensivas à tomada hostil de controle de sociedades anônimas vêm sendo operacionalizadas no Brasil, e se tal instituto demanda por efetiva regulação estatal mais específica.

Com isso, a pesquisa a ser desenvolvida engloba, em suma, a aplicação de medidas defensivas contra aquisições hostis de sociedades anônimas de capital aberto em comunicação com a atividade regulatória estatal, tendo em vista o interesse público na regulação do mercado de capitais.

A partir do que fora brevemente exposto, pode-se sintetizar a problemática da presente pesquisa em uma simples pergunta: as medidas defensivas às aquisições hostis de sociedades anônimas de capital aberto demandam regulação mais específica?

Dessa problemática, diversos questionamentos surgem: quais são as medidas que vêm sendo implementadas no ordenamento jurídico brasileiro? De que forma tais medidas são concebidas? A regulação consiste em medida que se presta a tornar o mercado de valores mobiliários com investimentos mais seguros e transações mais eficientes?

Quanto à metodologia, primeiramente, os conceitos basilares ao presente estudo, quais sejam o poder de controle, a regulação do mercado de capitais, as medidas defensivas contra aquisições hostis de sociedades anônimas e os valores mobiliários negociáveis na bolsa de valores serão analisados.

---

<sup>5</sup> Sobre a lastro jurídico brasileiro aplicado às técnicas de defesa em voga: “Além disso, diante o recente movimento de dispersão acionária no Brasil, diversas companhias brasileiras vêm adotando dispositivos em seus estatutos com o propósito de impedir ou dificultar a aquisição do controle por meio de OPA ou escaladas acionárias. Tais dispositivos ainda não foram testados e explorados a fundo pelos juristas brasileiros”. OIOLI, Erik Frederico. *Oferta Pública de Aquisição do Controle de Companhias Abertas – Coleção IDSA de Direito Societário e Mercado de Capitais – Volume 1*. São Paulo: Quartir Latin, 2010, p. 41.

No segundo capítulo, promover-se-á uma análise dos casos concretos ocorrentes no ordenamento jurídico brasileiro relativos à apresentação de métodos de defesa às aquisições hostis das companhias abertas, a fim de que se compreenda o panorama atual desses institutos na legislação pátria.

Por fim, em terceiro e último capítulo, a análise regulatória das medidas defensivas será promovida, a fim de se constatar se tais institutos têm sido regulados de forma satisfatória, e se a maior regulação dos mesmos consiste em medida apta a favorecer o cenário jurídico sob análise como um todo.

Vale frisar que, neste ponto, a incidência deste instituto em ordenamentos jurídicos distintos do brasileiro também será estudada. Como brevemente suscitado, os Estados Unidos e a União Europeia possuem posicionamentos costumeiramente divergentes sobre esta temática, e merecem análise amparada pela ótica do Direito Comparado, para fins de reprodução, no que couber, ao ordenamento jurídico brasileiro.<sup>6</sup>

Por fim, a problemática suscitada será efetivamente respondida a partir da exploração dos elementos até então apresentados. Para tanto, os resultados advindos da possível regulação do setor serão considerados em cotejo com a realidade que o ordenamento jurídico brasileiro demonstra, metodologia necessária à consunção de resposta à problemática estipulada.

Tem-se que o tema trabalhado neste estudo é de acentuada relevância jurídica, pois assume como meta principal esclarecer a (des)

---

<sup>6</sup> No tocante às divergentes regulações desta matéria, vale transcrever o seguinte trecho: “Consequentemente diante da ameaça iminente de tomada de controle, desenvolvem-se na experiência internacional, especialmente nos EUA, mecanismos para a proteção das companhias em relação a tais tentativas. Casos paradigmáticos de tomadas de controle hostis são submetidos à apreciação do Poder Judiciário nos países em que o mercado de capitais estrutura-se com companhias abertas dotadas de dispersão acionária. Em alguns destes casos, há companhias-alvo que adotam medidas defensivas visando impedir a tomada de controle. A dinâmica evolutiva natural, decorrente do uso reiterado de tais defesas, propicia meios para o desenvolvimento de enorme diversidade de métodos defensivos nos EUA. Por outro lado, na Inglaterra, adota-se linha diametralmente oposta, tendente a não admitir a utilização de defesas, com base em um sistema jurídico estruturado em normas de autorregulação do City Code”. NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Medidas defensivas à Tomada de Controle de Companhias* – São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 24.

necessidade de regulação de institutos essenciais ao desenvolvimento econômico nacional.

Desta feita, tem-se como hipótese que a eventual regulação de medidas defensivas contra aquisições hostis de sociedades anônimas pode repercutir de forma benéfica para o mercado de capitais brasileiro.

A metodologia ora empregada se utiliza da análise dos elementos pertinentes à discussão, conjugados com análises de casos e com o panorama regulatório atual. Tal metodologia, estruturada por análises que buscam averiguar os efeitos práticos dos institutos jurídicos em tela, é a proposta que se impõe.

## **1. DO PODER DE CONTROLE NA SOCIEDADE ANÔNIMA E AS MEDIDAS DEFENSIVAS CONTRA AQUISIÇÕES HOSTIS**

A sociedade anônima de capital aberto consiste em um dos elementos basilares do presente estudo, visto que o exercício do poder de controle em sede dos seus órgãos, bem como a sua alienação e consequentes medidas protetivas, representam o objeto de pesquisa explorado.

No tocante às companhias abertas, o Código Civil brasileiro dispõe, em seu artigo 981, que celebram contrato de sociedade as pessoas que reciprocamente se obrigam a contribuir, com bens ou serviços, para o exercício de atividade econômica e a partilha, entre si, dos resultados. Tal conceito, essencial frisar, passou por processo de amadurecimento que pôde ser alcançado somente por intermédio de uma evolução histórica, já que a ideia de sociedades comerciais vem sofrendo alterações, positivamente, desde o Código Comercial de 1850.<sup>7</sup>

A sociedade anônima, por consistir em espécie societária constante do ordenamento jurídico brasileiro, enquadra-se nessa definição genérica que o diploma civil registra. No entanto, dispõe de exclusivas características que acabam por gerar peculiaridades em sua dinâmica enquanto modelo societário.

As peculiaridades da sociedade anônima advêm do momento em que foi concebida como espécie societária. Em geral, tem-se que consiste em instituto de direito privado voltado à movimentação e concentração de capitais<sup>8</sup>, pretensão que possui como escopo a promoção de empreendimentos

---

<sup>7</sup> TOMAZETTE, Marlon. *Curso de Direito Empresarial – Teoria Geral e Direito Societário, Volume I*. 3. Ed. – São Paulo: Atlas, 2011, p. 195.

<sup>8</sup> “871. As sociedades anônimas, instrumentos poderosos de crédito e da indústria, são o resultado da evolução econômica dos tempos modernos. Não falta, entretanto, quem vá descobrir no Direito Romano como suas precursoras as grandes associações de capitais, que tinham por objeto o comércio de terra e mar, a compra de terrenos para edificação e o fornecimento ao exército, associações que se aperfeiçoariam no direito da idade média. 872. Essas sociedades visam reunir capitais para as empresas, cuja execução depende de avultados recursos e de longa duração ou para aquelas outras que, de natureza aleatória, exigem a divisão dos riscos entre muitos. Assim se têm levado avante, entre nós, a construção e exploração das estradas de ferro e dos melhoramentos dos portos, a organização das empresas de navegação a vapor e outras, tendo por objeto obras e serviços públicos. Pode-se dizer, também, que elas tendem a monopolizar as grandes indústrias, e eis um dos perigos da instituição, não faltando escolas e teorias para explicarem o dever do Estado ante a concentração capitalista, ameaça à pequena indústria e à pequena propriedade estorvo à livre concorrência”. MENDONÇA, José Carvalho Xavier de. *Tratado de Direito Comercial Brasileiro*, v. III. 5. Ed. – São Paulo: Livraria Freitas Bastos S/A, 1958, p. 270 e 271.

massivos que garantem o menor risco possível aos sócios envolvidos na atividade econômica.<sup>9</sup>

Assim, da especificidade inerente ao momento histórico do nascimento da sociedade anônima, diversas características consolidadas legalmente, exclusivas desse modelo societário, a separam das demais sociedades previstas no ordenamento brasileiro. Primeiramente, vale mencionar que a sociedade anônima possui natureza necessariamente empresarial, independentemente da natureza da atividade consubstanciada em seu estatuto social.<sup>10</sup>

No tocante ao conceito de empresário no ordenamento jurídico brasileiro, tem-se que o conteúdo dispendido no artigo 966 do CC/02 possui raízes na posituação da matéria comercial no Código Civil Italiano de 1942, que classificou o objeto do Direito Empresarial ou Mercantil a partir das atividades atinentes à *empresa*<sup>11</sup>.

---

<sup>9</sup> Segundo ALFREDO ASSIS GONÇALVES NETO: “A sociedade anônima, também chamada de companhia, é um “mecanismo jurídico” criado para movimentar capitais. Nasceu nas bases do capitalismo moderno para permitir a reunião de expressivas somas de capitais e propiciar, assim, a realização de grandes empreendimentos, com redução de riscos que as outras sociedades, baseadas no prestígio pessoal e na confiança mútua existente seus sócios, não conseguiam superar”. GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. *Manual das companhias ou sociedades anônimas/ Alfredo de Assis Gonçalves Neto*. – 2. Ed. Reformulada da obra Lições de Direito Societário II – Sociedade Anônima – São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, p. 15. Ainda nesse sentido, leciona FERRAZ, Daniel Amin e SÁ, Marcus Vinicius Silveira: “Com a conjugação da personalidade jurídica com a limitação de responsabilidade, é possível reduzir os riscos da atividade econômica explorada e os custos de acesso ao capital, os custos de agência e os custos de monitoramento de outros sócios. Assim, um maior número de indivíduos passou a reunir-se em sociedades, visando explorar atividades econômicas no Mercado, ocorrendo, destarte, a difusão das sociedades empresárias ao redor do globo”. FERRAZ, Daniel Amin; SÁ, Marcus Vinicius Silveira de. Da teoria objetiva da desconsideração da personalidade jurídica e os grupos de sociedades sob a ótica das relações de consumo. *Rev. Bras. Polít. Públicas (Online)*, Brasília, v. 6, nº 3, 2016 p. 120-139, *apud* TOMAZETTE, Marlon. *Direito Societário e Globalização: rediscussão da lógica público-privada do Direito Societário diante das exigências de um mercado global*. São Paulo: Atlas, 2014.

<sup>10</sup> Segundo consta no artigo 982 do Código Civil de 2002: “Art. 982. Salvo as exceções expressas, considera-se empresária a sociedade que tem por objeto o exercício de atividade própria de empresário sujeito a registro (art. 967); e, simples, as demais. Parágrafo único. Independentemente de seu objeto, considera-se empresária a sociedade por ações; e, simples, a cooperativa”.

<sup>11</sup> “Esclarecendo melhor, o Direito Comercial apropriou-se do conceito econômico de empresa e, com o CC de 2002, passa a regular a empresa por meio do empresário, a exemplo do seu modelo, o CC italiano de 1942. A organização dos fatores de produção é realizada pelo empresário ou pela sociedade empresária, na direção de uma atividade empreendedora, com o escopo de lucro e a assunção dos respectivos riscos”. FAZZIO JÚNIOR, Waldo. *Manual de direito comercial/ Waldo Fazzio Júnior*. – 13 ed. – São Paulo: Atlas, 2012, p. 10.



Gravitando em torno do conceito de empresa adotada pelo Código Civil Italiano, o ordenamento jurídico brasileiro estabelece ainda os dois outros termos inerentes à empresa, quais sejam o *empresário* e o *estabelecimento comercial*.<sup>12</sup>

Desta feita, aloca-se a discussão do presente capítulo no Direito Societário, vertente jurídica integrada ao Direito Cível ou privado. O Direito Empresarial é, inegavelmente, inerente à seara do Direito Privado por excelência, compondo conjuntamente com o Direito Civil, o Direito das

---

<sup>12</sup> Para definição da matéria comercial, três grandes teorias foram empregadas ao longo da evolução mercantilista do Direito. Assim, originariamente, a matéria comercial era definida pela teoria subjetiva. Por tal teoria, seria necessária a presença de um comerciante, no exercício habitual de sua atividade profissional para qualificação da matéria como mercantil. A grande dificuldade da teoria subjetiva era a necessidade da profissionalidade (entendida como registro ou arquivamento da Junta Comercial) e a habitualidade. Isso porque, poder-se-ia chegar ao absurdo de se entender que um comerciante sem registro não praticava matéria comercial. Por outro lado, a definição de habitualidade sempre foi questão sem solução. Qual seria a frequência necessária para a determinação de uma prática como habitual? Questões, como se vê, de difícil solução.

Pela dificuldade da caracterização da teoria subjetiva evoluiu o direito mercantil para a teoria objetiva de delimitação da matéria comercial. Por tal teoria (teoria objetiva), o elemento essencial para a determinação da matéria seria a prática dos atos de comércio. Assim, entendeu a doutrina, e depois o legislador pátrio, por intermédio do Regulamento 737/1850, que, determinados negócios jurídicos seriam sempre mercantis, independente de quem os praticasse. A lei os definiria sempre como mercantis, objetivamente, já que teriam o condão de gerar largos efeitos no mercado e deveria o Direito Especial (mercantil) se preocupar com sua regulação. Seriam exemplos clássicos dos atos de comércio objetivos a emissão e circulação dos títulos de crédito. Por seu turno, outros atos, ainda, seriam mercantis em virtude de sua natureza. Estes, denominados de atos de comércio subjetivos ou por natureza, teriam, em seu bojo, os elementos essências da mercantilidade, quais sejam, a circulabilidade (intenção de modificação de posse e/ou propriedade, e a especulação (intenção na obtenção de lucro). Para a doutrina os atos de comércio subjetivos necessitariam da presença de um comerciante na relação jurídica, mas não mais um comerciante registrado. Ou seja, neste ponto abandonada a profissionalidade. O contrato de compra e venda seria o ato de comércio subjetivo por excelência. Finalmente, presente ainda para a teoria objetiva os atos de comércio por conexão, entendidos como aqueles que, ainda que nem objetivamente, nem subjetivamente, mercantis, seriam assim classificados já que facilitariam a prática de outros atos de comércio. Portanto, seriam todos aqueles atos assessórios ou preparatórios da atividade perpetrados pelo empresário. Finalmente, a teoria empresarial nasce como o novo elemento para definição da matéria comercial. Passa a ser entendida a empresa como a organização dos fatores de produção, como posição de valor no mercado. Pela teoria empresarial passa a ser essencial a organização dos fatores de empresa para a qualificação da matéria. Seria ela uma volta ao subjetivismo, não mais focado na pessoa do empresário, mas sim na própria empresa, entendida como organização da atividade. Para entendimento da teoria subjetiva, veja-se: FERREIRA, Waldemar Martins. Tratado de Direito Mercantil Brasileiro, vl. 2, Livraria Editora Freitas Bastos, Rio de Janeiro, 1939, p. 24 e ss.; VAMPRÉ, Spencer. Tratado Elementar de Direito Commercial, vl.1, F. Brigueit & Cia, Rio de Janeiro, 1922, p. 12 e ss". FERRAZ, Daniel Amin; PINTO, Leonardo Arêba. Da aplicabilidade do bulk factoring aos grupos de sociedades. Revista de Direito Internacional, Brasília, v. 13, n. 2, 2016 p. 566-578.

Obrigações, o Direito do Consumidor e, controversamente, com o Direito do Trabalho, as áreas jurídicas de cunho eminentemente privado.<sup>13</sup>

A sociedade anônima consiste em espécie societária à qual os conceitos alhures explorados são aplicáveis na íntegra<sup>14</sup>. Atine como principal

---

<sup>13</sup> Sobre a taxonomia do Direito Empresarial: “I – Da posição do direito privado comercial no direito privado. – Todo direito é público, ou privado. *Direito público* é o conjunto de regras que organizam os poderes públicos, e pautam as relações desses poderes com os cidadãos. *Direito privado* é o conjunto de regras, que organizam a vida social do homem, considerado como indivíduo. O direito público se costuma dividir em quatro ramos correspondentes a seus quatro aspectos fundamentais: o direito constitucional, que estuda a constituição do estado, seus poderes e limites; o direito administrativo, que rege as funções administrativas do Estado, isto é, que as têm em mira manter o bem estar, e fomentar o progresso social; o direito penal, que estabelece os crimes e as penas; e o direito processual, que organiza os tribunais, e juízes, regula sua hierarquia, e funcionamento, e também o modo pelo qual se tornam efetivos os direitos individuais, isto é ações. O direito privado se costuma distinguir em dois ramos: direito civil e comercial. Direito civil é o conjunto de normas jurídicas, relativas às pessoas, na sua constituição geral e comum, nas suas relações de família, e em face dos bens, considerados em seu valor de uso. Direito comercial é, como já vimos acima, o conjunto de normas jurídicas que regem as operações de comércio, e as pessoas que o exercem profissionalmente. (...) O direito civil é, muitas vezes, denominado direito comum, e com razão, pois como resulta da definição dada, se aplica, em princípio, a todas as pessoas, e a todas as relações jurídicas”. VAMPRE, Spencer. Tratado Elementar de Direito Commercial, vl.1, F. Brigueit & Cia, Rio de Janeiro, 1922, p. 14 e ss. Ainda a esse respeito: “Exatamente como o Direito Civil, o Direito Comercial pertence ao gênero direito privado, tendo com aquele íntima vinculação no campo do direito obrigacional. Embora no Brasil não se tenha estabelecido, desde logo, uma uniformização de tratamento, o País recebe um novo Código Civil, que ordena algumas normas comuns aos empresários e aos não empresários”. NEGRÃO, Ricardo. Manual de direito comercial e de empresas, volume I / Ricardo Negrão. – 7. ed. – São Paulo: Saraiva, 2010, p. 35. Por fim, destaca-se a publicação de FERRAZ, Daniel Amin: “Importa referir que a matéria cível, entendida como expressão sinônima de direito privado, passou por tentativas de unificação, dentre outros, no Direito português, italiano ou espanhol, não chegando, nunca, a contento. Em todos estes sistemas jurídicos, o que ocorreu foi, além da continuidade de existência de vasta legislação esparsa em matéria mercantil, os próprios códigos promovem a divisão da matéria em seu âmbito, com a regulação em livros ou títulos próprios. Aliás, o mesmo ocorre no Brasil, com o Código Civil de 2002. Melhor seria que o código fosse denominado de cível, já que tentaria abarcar a matéria privada. Entende-se, em verdade, que o elemento dificultador da unificação seria decorrente da classificação destes dois direitos, civil e mercantil, já que aquele se qualificaria como um direito individual, direito que se preocupa com o indivíduo e define suas expressões, v.g., a nacionalidade, a naturalidade, a maioridade. Diz-se do direito civil que seria um direito individual, como categoria de qualificação. Por outro lado, diz-se deste, o direito mercantil, como sendo um direito de massa, fundamentado que está na relação jurídica em si, e não nos indivíduos vinculados à uma dada relação jurídica”. GODOY, Arnaldo Sampaio de Moraes; FERRAZ, Daniel Amin. A cláusula de interdição de concorrência no direito brasileiro e sua fundamentação histórica: o caso da Companhia dos Tecidos de Juta (1914). Notas sobre seus reflexos normativos, doutrinários e jurisprudenciais. Rev. Bras. Polít. Públicas (Online), Brasília, v. 6, nº 3, 2016 p. 156-176.

<sup>14</sup> Vale, desde já, ressaltar que a manifestação da *affectio societatis* no âmbito da sociedade anônima consiste em matéria controversa no âmbito doutrinário empresarial. Isso porque a função primordial da companhia é: “a movimentação de capitais, não tendo relevância quem sejam seus sócios. Estes possuem ações (daí designação de acionistas), títulos desprendidos do estatuto ou ajuste social, que lhes conferem o *status socii*. E é pela negociação dessas ações, diretamente ou no mercado de valores mobiliários, que os acionistas ingressam ou se retiram da sociedade sem que isso afete a estrutura societária e sem que necessitem revelar-se aos demais integrantes do quadro social”. (GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. *Manual*

função da sociedade anônima a captação de recursos no mercado financeiro voltados à promoção da atividade econômica da companhia, além de consistir, efetivamente, em instituto jurídico concebido com o escopo de movimentar capital, sendo capaz de proporcionar a promoção de empreendimentos de proporções exponenciais.<sup>15</sup>

Além disso, o capital social da sociedade anônima é dividido em frações de valores isonômicos, quais sejam as ações. Tal divisão do capital é determinada pelo artigo 1º da Lei nº 6.404/1976, que dita que: “*A companhia ou sociedade anônima terá o capital dividido em ações, e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas*”.<sup>16</sup>

A negociabilidade das ações de determinada sociedade anônima, e dos valores mobiliários emitidos sob a sua égide, por sua vez, infere em sua classificação, que pode ser tanto de capital aberto quanto de capital fechado. A sociedade anônima de capital aberto permite a negociação de títulos por si emitidos no mercado de valores mobiliários, enquanto que a de capital fechado

---

*das companhias ou sociedades anônimas/* Alfredo de Assis Gonçalves Neto. – 2. Ed. reformulada da obra Lições de Direito Societário II – Sociedade Anônima – São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2010, p. 15.)

<sup>15</sup> Inclusive, uma breve exploração histórica deste instituto explanará os fundamentos de sua denominação, que remete ao *intuitu pecuniae*, e não ao *intuitu personae*, característica que - explicaria o ‘anonimato’ desta espécie societária. Veja-se: “A sociedade anônima teve suas origens mais diretas nas companhias coloniais que foram fundadas a partir do século XVII, com o concurso do Estado e da iniciativa privada, visando basicamente a exploração e colonização da América, Índia e África. Em tal época, Porto de Amsterdã se converte no centro das ideias de liberdade e criação de novas formas e empresa e de empresário. Os holandeses criam um novo instrumento jurídico em que se substitui a base personalista das antigas sociedades personalistas por uma base capitalista. (...) O surgimento das sociedades anônimas vincula-se às Grandes Descobertas ou Viagens Marítimas. Tal acontecimento histórico propiciou um processo de transferência de riquezas, com a modificação do quadro comercial até então existente e o surgimento de situações não previstas no sistema jurídico vigente”. PAPINI, Roberto. Sociedade anônima e mercado de valores mobiliários / Roberto Papini. – Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 38. Neste sentido, a sociedade anônima foi configurada a partir da necessidade de se dividir o risco do empreendimento marítimo entre investidores, quais fossem os acionistas, aliada a uma estrutura que fosse captar massivas quantias de capital, tudo para viabilizar investimentos em atividades econômicas de alto risco. A limitação da responsabilidade ao valor das ações, consistentes nos investimentos realizados, também representou alternativa à assunção dos riscos à época vislumbrados.

<sup>16</sup> BRASIL. Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Disponível em <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6404compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm)>. Acesso em 23/05/2017.

não permite a negociação de valores que emitiu no âmbito do mercado de valores mobiliários.<sup>17</sup>

Essa disposição legal, aliada à natureza necessariamente empresarial da sociedade anônima, enfatiza o aspecto impessoal que o modelo societário em tela sugere: o objetivo substancial de qualquer companhia é a movimentação de capital de forma independente das características pessoais dos sócios, detentores de ações sociais.<sup>18</sup>

O formato societário destinado à captação de lucro, embora tenha sofrido questionamentos ao longo da história do Direito Societário, é presumido neste estudo como a estrutura social básica, sendo que o exercício do poder de controle da companhia é destinado, em regra, a esse objetivo, ainda que da

---

<sup>17</sup> A Lei nº 6.404/76 regula as sociedades anônimas no ordenamento jurídico brasileiro e dispõem no seu artigo 4º os critérios de classificação das companhias em abertas ou fechadas, como pode se conferir a seguir: “Art. 4º Para os efeitos desta Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários. (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001). (...)”.

<sup>18</sup> “As sociedades anônimas no Direito brasileiro distinguem-se dos demais tipos de sociedades pelas seguintes características essenciais: a) divisão do capital social em partes, em regra, de igual valor nominal. Essas partes do capital são denominadas *ações*; b) responsabilidade dos sócios limitada apenas ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas, não respondendo, assim, os mesmos, perante terceiros, pelas obrigações assumidas pela sociedade; c) livre acessibilidade das ações por parte dos sócios, não afetando à estrutura da sociedade a entrada ou retirada de qualquer sócio; d) possibilidade da subscrição do capital social mediante apelo ao público; e) uso de uma *denominação* ou *nome de fantasia* para nome comercial, devendo, contudo, a essa denominação serem sempre acrescidas as palavras *sociedade anônima*, por extenso ou abreviadamente. A palavra *companhia*, antecedendo a denominação social é sinônima da locução sociedade anônima, sendo essa, assim, dispensável, quando aquela for empregada; f) possibilidade de pertencerem à sociedade menores ou incapazes, sem que esse fato acarrete nulidade para a mesma.

As sociedades anônimas são consideradas sociedades de capital pois vivem em função deste, não merecendo atenção especial a pessoa dos sócios. Decorre esse fato da responsabilidade limitada dos sócios, que apenas assumem o compromisso de integralizar as importâncias relativas às ações que adquirem ou subscrevem. Os terceiros, que contratam com a sociedade, não contam com as garantias subsidiárias por parte dos acionistas, tomando assim, para base de suas operações apenas o patrimônio da sociedade. Por outro lado, cumprida a obrigação principal dos sócios de concorrer com sua parte para o capital, a retirada dos mesmos do organismo social não tem influência sobre esse, pois a sociedade se constituiu em função do capital. Essa a razão de se dizer que as pessoas dos sócios não são levadas em consideração na existência das sociedades anônimas”. MARTINS, Fran. *Curso de direito comercial: empresa comercial, empresários individuais, microempresas, sociedades comerciais, fundo de comércio*. Ed. ver. e atual. – Rio de Janeiro, 2007, p. 284.

promoção da atividade de natureza empresarial pela sociedade anônima advenha externalidades benéficas à sociedade.<sup>19</sup>

Em função de sua estrutura ser voltada à movimentação de capital e à realização de empreendimentos massivos, diversos elementos distintivos lhe são peculiares.

A sociedade anônima, considerado o ordenamento jurídico, é regulada pelo CC/02, no que tange às regras societárias gerais, pela Lei de Sociedades Anônimas, Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que especifica as regras atinentes ao funcionamento interno das companhias, e pelas leis que regulam o mercado de capitais. Nesse sentido, a Lei nº 6.385/1976 também se mostra aplicável às companhias, dado que regula o Mercado de Valores Mobiliários e criou a Comissão de Valores Mobiliários.<sup>20</sup>

A relevância do Mercado de Capitais para as sociedades anônimas pode ser depreendida, destarte, a partir do conceito que a Lei nº 6.404/76 atribui às companhias, a seguir transcrito:

“Art. 1º A companhia ou sociedade anônima terá o capital dividido em ações, e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas”.

---

<sup>19</sup> A consciência que a continuidade da empresa promove externalidades positivas à sociedade como um todo, tal como a geração de empregos, de movimentação monetária tributável ao estado, de avanço tecnológico e da concorrência benéfica a determinados setores mercadológicos conduziu o legislador a inserir, no ordenamento jurídico brasileiro, o conceito de função social da empresa. Nesse sentido, pode-se conferir a disposição literal da Lei nº 6.404/76, que dispõe em seu artigo 154, relativo aos deveres do administrador da sociedade anônima, que: “Art. 154. O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa”. Assim, pode-se depreender que, desde a promulgação da Lei nº 6.404, no ano de 1976, já se concebia uma função social às companhias. Todavia, apesar de se consentir com a noção de que a condução da atividade empresarial promovida pelas companhias gera externalidades positivas à sociedade como um todo, parte-se, neste estudo, do pressuposto que o objetivo final das companhias é auferir lucro, escopo fundamental do empresário.

<sup>20</sup> No tocante à Lei nº 6.404/76 e à Lei nº 6.385/76: “Essas duas leis representam um marco importante, extremamente inovador, por terem contemplado em seu texto uma série de institutos e regras em voga nos países capitalistas, todas de grande atualidade, principalmente no campo dos valores mobiliários. Por isso, foram consideradas, à época, como umas das mais avançadas do mundo no setor. A proposta unificadora do Código Civil fez com que a sociedade anônima fosse nela referida em dois artigos, um deles para defini-la (art. 1.088) e o outro para determinar que, na omissão da lei própria, fossem-lhe aplicadas as disposições do referido Código”. GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. *Manual das companhias ou sociedades anônimas*/ Alfredo de Assis Gonçalves Neto. – 2. Ed. reformulada da obra Lições de Direito Societário II – Sociedade Anônima – São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2010.

O CC/02, no seu artigo 1.088, explicita o mesmo conceito dispendido pelo artigo 1º da Lei nº 6.404/76, embora o próprio artigo 1.089 já remeta à Lei de Sociedades Anônimas, legislação especial, como parâmetro legal apto a regular as companhias.

Do conceito transcrito, depreende-se que o capital social das companhias é dividido em ações, que consistem, por sua vez, em “títulos representativos do valor da fração em que é dividido o capital social e do qual resulta, para o seu titular, o direito de participar da vida social da companhia”<sup>21</sup>.

As ações, além de consistirem em títulos ao portador que lhe garantem usufruir da condição de sócio da companhia, são *valores mobiliários*, podendo ser negociados no mercado capitais. No tocante a negociabilidade das ações no mercado de valores mobiliários, a Lei nº 6.404/76 classifica as sociedades anônimas em abertas ou fechadas, nomeadamente em sede do artigo 4º.

Neste sentido, vale transcrever a literalidade do *caput* do artigo 4º da Lei nº 6.404/76:

“Art. 4º Para os efeitos desta Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários. (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)”<sup>22</sup>

<sup>21</sup> PAPINI, Roberto. Sociedade anônima e mercado de valores mobiliários / Roberto Papini. – Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 59.

<sup>22</sup> Lei nº 6.404/76. Dada a relevância do artigo 4º para a regulação da matéria atinente à venda de valores mobiliários no mercado capitais, vale transcrevê-lo na íntegra: “Art. 4º Para os efeitos desta Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários. (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001). § 1º Somente os valores mobiliários de emissão de companhia registrada na Comissão de Valores Mobiliários podem ser negociados no mercado de valores mobiliários. (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001) § 2º Nenhuma distribuição pública de valores mobiliários será efetivada no mercado sem prévio registro na Comissão de Valores Mobiliários. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001) § 3º A Comissão de Valores Mobiliários poderá classificar as companhias abertas em categorias, segundo as espécies e classes dos valores mobiliários por ela emitidos negociados no mercado, e especificará as normas sobre companhias abertas aplicáveis a cada categoria. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001) § 4º O registro de companhia aberta para negociação de ações no mercado somente poderá ser cancelado se a companhia emissora de ações, o acionista controlador ou a sociedade que a controle, direta ou indiretamente, formular oferta pública para adquirir a totalidade das ações em circulação no mercado, por preço justo, ao menos igual ao valor de avaliação da companhia, apurado com base nos critérios, adotados de forma isolada ou combinada, de patrimônio líquido contábil, de patrimônio líquido avaliado a preço de mercado, de fluxo de caixa descontado, de comparação por múltiplos, de cotação das ações no mercado de valores mobiliários, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, assegurada a revisão do valor da oferta, em conformidade com o disposto no art.

A partir dos dispositivos supratranscritos, pode-se delinear a intrínseca relação das sociedades anônimas, especificamente as de capital aberto, com o mercado de valores mobiliários, até mesmo em função de tais companhias se mostrarem capazes de emitir outros valores mobiliários distintos das ações que são, da mesma forma, negociáveis no mercado de capitais.<sup>23</sup>

Os valores mobiliários, por sua vez, representam os instrumentos que permitem às companhias captarem recursos financeiros com celeridade e em concentração satisfatória, dada a dinamicidade inerente à alienação desses títulos cumulada com a possibilidade de agregação massiva de capital.

No que toca ao conceito desses institutos jurídicos, esclarece-se que, com o advento da Lei nº 10.303/01, que alterou os dispositivos na Lei nº 6.404/76 e na Lei nº 6.385/76, pode-se registrar o presente trecho:

“(...) títulos ou contratos ofertados publicamente que gerem direito de participação, parceria ou remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros”.<sup>24</sup>

Neste prisma, aplica-se aos valores mobiliários a Lei nº 6.385/76, que definiu de forma taxativa quais valores mobiliários são previstos no ordenamento jurídico brasileiro no seu artigo 2. No entanto, os valores que merecem destaque neste momento em específico são aqueles emissíveis pelas sociedades anônimas de capital aberto.

---

4º-A. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001) § 5º Terminado o prazo da oferta pública fixado na regulamentação expedida pela Comissão de Valores Mobiliários, se remanescerem em circulação menos de 5% (cinco por cento) do total das ações emitidas pela companhia, a assembléia-geral poderá deliberar o resgate dessas ações pelo valor da oferta de que trata o § 4º, desde que deposite em estabelecimento bancário autorizado pela Comissão de Valores Mobiliários, à disposição dos seus titulares, o valor de resgate, não se aplicando, nesse caso, o disposto no § 6º do art. 44. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001) § 6º O acionista controlador ou a sociedade controladora que adquirir ações da companhia aberta sob seu controle que elevem sua participação, direta ou indireta, em determinada espécie e classe de ações à porcentagem que, segundo normas gerais expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes, será obrigado a fazer oferta pública, por preço determinado nos termos do § 4º, para aquisição da totalidade das ações remanescentes no mercado. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001).

<sup>23</sup> A Lei nº 6.385/17, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários.

<sup>24</sup> CHEDIACK, Julian Fonseca Peña. *A reforma do mercado de valores mobiliários*, In: LOBO, Jorge. *Reforma da Lei das Sociedades anônimas*. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 538.

Segundo os artigos 46 a 79 da Lei nº 6.404/76, os valores mobiliários emitidos pelas companhias são, essencialmente, as debêntures<sup>25</sup> e os bônus de subscrição<sup>26</sup>.

O mercado de capitais, sob o escopo das sociedades anônimas de capital aberto, passa a representar o que as companhias sempre almejaram: um ambiente mercadológico em que as sociedades anônimas de capital aberto possam, com maior facilidade e eficiência, promover atos de capitalização por intermédio da comercialização de valores mobiliários, tendo-se em maior apreço as ações.

Desta feita, anteriormente à discussão relativa aos valores mobiliários no ordenamento jurídico brasileiro, resta essencial analisar as classificações atribuíveis às ações no direito brasileiro, visto que as suas tipologias podem repercutir nas medidas defensivas a serem analisadas.

### **1.1. Das ações e suas classificações**

As ações consistem em títulos que garantem aos seus titulares o exercício de direitos de espécie patrimonial e pessoal: enquanto o retorno patrimonial diz respeito à participação nos lucros e nas perdas advindas da atividade econômica social, o direito de natureza pessoal consiste na

---

<sup>25</sup> As debêntures possuem especial relevância para o financiamento de capital almejado pelas companhias. Ao passo que não garantem os direitos pessoais ao seu titular consistentes no exercício de voto e dos demais direitos inerentes às ações ordinárias ou preferenciais, as debêntures são alternativas interessantes a investidores e especuladores, dado que assume o caráter de mútuo no âmbito da companhia. Tratam-se de valores que podem acabar por gerar repercussão no exercício do poder de controle também, já que podem ser convertidas em ações. Neste sentido: "As companhias podem emitir debêntures conversíveis em ações, desde que disciplinem, detalhadamente, o procedimento a ser seguido, bem como seus resultados (número de ações ou proporções entre o valor nominal da debênture e o preço de emissão das ações) na escritura de emissão. Não se trata efetivamente de uma vantagem de ordem patrimonial para os debenturistas, mas apenas de uma opção pela substituição da condição de debenturista pela condição de acionista, com todas as vantagens e riscos inerentes a tal condição. Apesar disso, a conversibilidade em ações tem sido um grande atrativo para os investidores adquirirem debêntures". TOMAZETTE, Marlon em *Curso de Direito Empresarial – Teoria Geral e Direito Societário, Volume I*. 3. Ed. – São Paulo: Atlas, 2011, p. 487.

<sup>26</sup> Sobre o conceito desse valor mobiliário: "Art. 75. A companhia poderá emitir, dentro do limite de aumento de capital autorizado no estatuto (artigo 168), títulos negociáveis denominados "Bônus de Subscrição". Parágrafo único. Os bônus de subscrição conferirão aos seus titulares, nas condições constantes do certificado, direito de subscrever ações do capital social, que será exercido mediante apresentação do título à companhia e pagamento do preço de emissão das ações". BRASIL. Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Lei de Sociedades Anônimas. Disponível em <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6404compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm)>. Acesso em 23/05/2017.



capacidade de exercício de atos afetos aos sócios de determinada companhia, tal como o direito ao voto e à participação em Assembleia Geral social.<sup>27</sup>

Neste sentido, a Lei de Sociedades Anônimas regula, a partir de sua Seção III, as *espécies* e *classes* que esses valores mobiliários podem assumir. De pronto, tem-se que:

“Art. 15. As ações, conforme a natureza dos direitos ou vantagens que confirmam a seus titulares, são ordinárias, preferenciais, ou de fruição.

§ 1º As ações ordinárias da companhia fechada e as ações preferenciais da companhia aberta e fechada poderão ser de uma ou mais classes.

§ 2º O número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, não pode ultrapassar 50% (cinquenta por cento) do total das ações emitidas. (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001) “<sup>28</sup>

Do dispositivo transcrito, entende-se que a classificação relativa às ações (i) *preferenciais* e (ii) *ordinárias* remete à *espécie* que a ação pode assumir, enquanto que as *formas* consistem em contornos que as ações ordinárias em sociedades fechadas ou preferenciais em sociedades abertas podem assumir. Como o escopo do presente estudo é análise dos valores mobiliários, nomeadamente as ações, no âmbito das sociedades anônimas de capital aberto, não serão analisadas as classificações aplicáveis às sociedades de capital fechado.

Sendo assim, as primeiras espécies a serem analisadas são as *ordinárias*. A Lei nº 6.404/76, no seu artigo 16, não estabelece conceito

<sup>27</sup> No âmbito doutrinário, existe a controvérsia relativa à natureza jurídica das ações, pois são costumeiramente classificadas como títulos de crédito e como valores mobiliários. Segundo PAPINI, Roberto, as ações seriam títulos de crédito de natureza imprópria, pois garantiriam aos seus titulares a participação legítima em âmbito corporativo, com consequente aquisição do crédito oriundo dos lucros auferidos pelas companhias. TOMAZETTE, Marlon, por sua vez, entende que as ações são “(...) títulos representativos do capital social das sociedades anônimas, conferindo aos seus titulares o direito de participar dos resultados da atividade das companhias”. (TOMAZETTE, Marlon em *Curso de Direito Empresarial – Teoria Geral e Direito Societário, Volume I*. 3. Ed. – São Paulo: Atlas, 2011, p. 212.) ROSA JÚNIOR, Luiz Emygdio da, por sua vez, aduz que: “(...) a ação não tem natureza de título de crédito porque a ela não se aplicam seus princípios cardiais.” (ROSA JÚNIOR, Luiz Emygdio da. *Títulos de crédito*. Rio de Janeiro: Renovar, 2000, p. 73. No presente estudo, adotar-se-á a posição de que as ações não são títulos de crédito, já que critério dispendido para se classificar tais elementos como títulos de crédito depende da manifestação de *literalidade*, *autonomia* e *cartularidade*, características não vislumbradas em determinadas espécies de ações. A ação nominativa, por exemplo, não exige apresentação para fins de fruição do direito que garante, afastando a cartularidade neste caso.

<sup>28</sup> BRASIL. Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Lei de Sociedades Anônimas. Disponível em <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6404compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm)>. Acesso em 23/05/2017.

atribuível a essas ações, restando imperioso recorrer às definições providas pela doutrina. Neste sentido:

“A ação exprime a parte social, representada por um título negociável e transmissível, no qual se materializa o direito do sócio. Essa palavra emprega-se nos diversos sentidos incluídos nesta definição, usando a lei qualquer deles, conforme o ponto de vista do qual se ocupe. Assim, ele designa: 1. Uma das partes ou frações em que se divide o capital social (1), por outra, a unidade de medida desse capital. Diz-se, nesse sentido: ‘O capital social é de mil cotas de réis, dividido em 5.000 ações de 200\$000 cada uma’. 2. O complexo de direitos e obrigações de caráter patrimonial e pessoal de quem pagou ou prometeu pagar uma das frações do capital social, habilitando o titular a fazê-lo valer contra a sociedade e contra a coletividade dos sócios. Daí dizer-se acionista ou acionário o sócio destas sociedades. 3. O título ou documento que representa e prova esses direitos e obrigações. Sendo a sociedade proprietária de tudo quanto o compõe o seu capital, os acionistas obtêm um título representando as somas ou valores, que servem de base para o regulamento daqueles direitos e obrigações. A lei supõe este sentido, quando disciplina o conteúdo, a forma, a função e a circulação do título de crédito, ação”.<sup>29</sup>

Nesta senda, as ordinárias são espécie que normalmente são atribuíveis às ações subscritas e eventualmente integralizadas, vez que garantem os direitos comuns à condição de sócio de companhia, tais como a participação em deliberação social, o direito de votar e ser votado, a fiscalização da gestão promovida pelos administradores e a recepção de dividendos.<sup>30</sup>

### **Das espécies e classes de ações**

As ações *ordinárias* podem ser eventualmente convertidas em ações *preferenciais*, contanto que tal possibilidade seja prevista de forma expressa pelo estatuto social da companhia em tela, restando disposto especificamente qual das vantagens previstas no artigo 17 da Lei nº 6.404/76 será atribuída ao valor mobiliário recém convertido.

<sup>29</sup> MENDONÇA, José Carvalho Xavier de. Tratado de Direito Comercial Brasileiro, v. III. 5. Ed. – São Paulo: Livraria Freitas Bastos S/A, 1958, p. 408 e ss.

<sup>30</sup> GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. *Manual das companhias ou sociedades anônimas*/ Alfredo de Assis Gonçalves Neto. – 2. Ed. reformulada da obra Lições de Direito Societário II – Sociedade Anônima – São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2010, p. 84.

As ações *preferenciais*, por sua vez, consistem na segunda espécie acionária prevista pela Lei nº 6.404/76. Tais títulos se distinguem pela manifestação de uma das vantagens previstas nos incisos do artigo 17 da Lei nº 6.404/76, quais sejam: I) a “*prioridade na distribuição de dividendo, fixo ou mínimo*”; II) a *prioridade no reembolso do capital com prêmio ou sem ele*, e III) a “*acumulação de preferências e vantagens de que tratam os incisos I e II*” deste dispositivo.

A atribuição de uma das vantagens previstas no artigo 17 beneficia o titular da ação em esfera patrimonial, sendo que o direito ao voto nem sempre é inerente a essa espécie de ação. Em função disso, as ações ora tratadas são visadas por investidores e especuladores, que, geralmente, têm pouco interesse na gestão da sociedade.

Vale destacar que, já neste ponto, resta possível delinear a relevância da classificação das ações para que o objeto do presente estudo seja alcançado. Isso porque tais títulos são os principais valores mobiliários alienados de forma onerosa no mercado de valores mobiliários, cuja análise regulatória ainda se encontra pendente de análise.

A despeito disso, resta possível traçar que o titular de ações de determinada companhia, a depender da espécie e forma das ações que detiver, poderá exercer ou não poder de gestão no âmbito da companhia, já que, além do direito de caráter patrimonial que a ação garante ao seu portador, a mesma garante o *status socci* a esse portador, condição que lhe permite exercer direitos como o de voto e o de fiscalizar os trâmites internos à companhia.

A partir do exercício dos poderes de voto e de ampla ingerência na gestão da companhia, o titular de ações sociais poderá se mostrar mais ou menos relevante no exercício do *poder de controle da sociedade anônima*.

Tendo em vista que, nas companhias de capital aberto, as ações podem ser negociadas no mercado de capitais, sendo alcançáveis, portanto, por qualquer espécie de comprador, o poder de controle da companhia, fator que se mostra essencial para a consolidação de governança corporativa

societária, se mostra em maior evidência que nas sociedades anônimas de capital fechado.

Os conceitos de *poder de controle no âmbito das companhias*, bem como o de *governança corporativa*, se mostrarão essenciais para o alcance do objetivo fixado para este trabalho e, em função disso, merecerão análise mais detida neste estudo, a seguir promovida. Por ora, todavia, cumpre finalizar a análise das ações iniciada neste tópico.

Os benefícios patrimoniais extensíveis às ações preferenciais podem ser diferenciados de forma simples. O inciso I do artigo 17 remete à prioridade na distribuição de dividendos garantida ao titular da ação preferencial que se enquadre neste molde. Os dividendos a serem distribuídos, neste prisma, poderão ser *fixos* ou *mínimos*, conforme a dicção do § 3º do artigo 17 da mesma lei em tela.<sup>31</sup>

A prioridade no reembolso do capital, privilégio patrimonial previsto no inciso II do artigo 17, consiste no pagamento antecipado aos detentores de ação preferencial enquadrada nestes moldes dos valores que lhe seriam devidos em virtude da liquidação da companhia.

Logo, as *classes* referenciadas pela Lei nº 6.404/76 consistem nos diferentes privilégios que podem ser garantidos aos titulares de ações preferenciais, que podem ser constituídas a partir das combinações dos privilégios patrimoniais aferidos. Depreende-se tal conceito da leitura do trecho a seguir reproduzido:

---

<sup>31</sup> Sobre o tema abordado: “A prioridade na distribuição de dividendos consiste em ser assegurada à ação preferencial a percepção de dividendos com antecedência às outras ações, ordinárias ou preferenciais de outras classes (vantagens). Assim, por exemplo, se uma companhia apura lucros para distribuir percentual de 6% a título de dividendos sobre o valor do capital social de R\$ 1.000,00 dividido em 500 ações ordinárias e 500 ações preferenciais de uma única classe, os preferencialistas a que o estatuto assegure a prioridade na percepção de *dividendos (fixos ou mínimos)* de 8%, recebem integralmente sua parte, ficando os demais acionistas com os 4% restantes. Se os dividendos são *fixos*, os preferencialistas nada mais recebem além dos 8%; se são *mínimos*, recebem os 8% e participam do saldo de dividendos se eles puderem ser distribuídos a todos os acionistas (preferencialistas e ordinários) em maior percentual (12% por exemplo). No exercício social em que isso não acontece não aparecem as vantagens de preferência, porquanto todos os acionistas recebem dividendos em igual proporção”. GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. *Manual das companhias ou sociedades anônimas*/ Alfredo de Assis Gonçalves Neto. – 2. Ed. reformulada da obra Lições de Direito Societário II – Sociedade Anônima – São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2010, p. 86.

“A companhia aberta ou fechada, como se vê pode possuir ações preferenciais de diversas classes, consoante assegure tal ou qual vantagem ou prioridade aos respectivos titulares. Tem-se, então, por exemplo, as ações preferenciais da classe A, assegurando prioridade na percepção de dividendos mínimos; as da classe B, contendo prioridade no reembolso de capital; as de classe C conferindo a preferência de reembolso; e as de classe D com prioridade no reembolso e no recebimento de dividendos fixos e cumulativos de 3% sobre o valor do seu patrimônio líquido e assim por diante”<sup>32</sup>.

As ações *preferenciais*, como mencionado, normalmente deixam de garantir o direito ao voto dos seus titulares. No entanto, o direito ao voto dessa espécie de ação não é vedado, muito pelo contrário, tal prerrogativa é a regra geral da legislação aplicável. Em realidade, a própria sociedade anônima, em seu estatuto, pode dispor pela possibilidade de voto desses sócios, sendo que apenas mediante a disposição expressa que restrinja o direito ao voto é que terá o condão de suprimir tal prerrogativa.

Neste prisma, o estatuto da companhia, ao dispor sobre as ações preferenciais, pode regular o direito ao voto de determinada *classe de ação preferencial*, restringindo o titular ao exercício do voto, por exemplo, somente no âmbito da eleição de administrador ou de diretor societário, sendo que a única ressalva a ser considerada é a disposição constante do § 2º do artigo 15 da Lei nº 6.404/76, que dispõe: “*os números de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, não pode ultrapassar 50% (cinquenta por cento) do total das ações emitidas*”.

Vale frisar que, uma vez considerado o escopo da sociedade anônima, qual seja concentrar massivas quantias de capital a fim de auferir lucro mediante a promoção de atividade econômica de natureza necessariamente empresarial, as ações preferenciais visam garantir alternativas aos investidores que investem capital nas companhias.

Ora, a pretensão dos especuladores não é, em regra, o exercício do poder de controle das companhias: pode-se afirmar que o seu objetivo é obter um retorno financeiro do seu investimento. Assim, a concessão de privilégios

---

<sup>32</sup> GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. *Manual das companhias ou sociedades anônimas*/ Alfredo de Assis Gonçalves Neto. – 2. Ed. reformulada da obra Lições de Direito Societário II – Sociedade Anônima – São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2010, p. 86.

patrimoniais ao titular de ação preferencial lhe garante benesses que acabam por incentivar o investimento na sociedade anônima.

Por vezes, noutro giro, o especulador que tem interesse em investir em determinada sociedade anônima pode pretender a ingerência em questão sensível à gestão societária, por entender que mudança da governança corporativa no âmbito da Coordenação da companhia (órgão da sociedade anônima a ser ainda destrinchado), pode ser eventualmente prejudicial ao seu investimento.

Daí advém a possível ingerência do sócio titular de ações preferenciais, faculdade implementável por disposição estatutária, no controle político da sociedade anônima. Conforme a configuração da *classe* da ação preferencial seja constituída, pode restar facultado ao titular dessa ação o exercício do direito de veto sobre as alterações estatutárias, ou o poder de eleição separada de determinado membro da administração societária.

Em função da possibilidade de atribuição desses poderes aos titulares de determinadas classes de ações preferenciais, pode-se declarar que o poder de controle societário é transferido a sócios específicos.

Vale, a essa altura, promover uma breve explanação do conceito de poder de controle societário, já que afetará aos titulares de ações preferenciais, ainda que que em momento prévio ao tópico destinado a esse tema. O artigo 116 da Lei nº 6.404/76 aduz que:

“Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:

a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e

b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender”.

Por definição legal, resta aduzido o conceito de controle nas companhias, seja de capital aberto ou fechado. Do dispositivo supratranscrito, extrai-se que o direito de voto é o fator que garante o exercício do controle interno da sociedade, prerrogativa que, em geral, é sempre inerente à ação ordinária.

No entanto, o controle exercido em âmbito interno à companhia não é sempre promovido pelo acionista controlador. Tal controle pode partir da gerência da sociedade anônima, ou de agentes externos à companhia, espécies de controle que se enquadram sob a denominação de *controle externo*.<sup>33</sup> A espécie de controle exercido por sócio de titular de ação preferencial, quando lhe é disponibilizado o poderio de vetar deliberação da assembleia geral, ou de constituir determinado gestor para um dos órgãos da sociedade anônima, se enquadra na definição de controle externo.

Essa espécie de ação preferencial privilegiada é costumeiramente denominada de *golden share*, tendo em vista a possibilidade de exercício de poder de controle externo de natureza gerencial no âmbito da companhia. Trata-se de vantagem política prevista no artigo 18 da Lei nº 6.404/76:

“Art. 18. O estatuto pode assegurar a uma ou mais classes de ações preferenciais o direito de eleger, em votação em separado, um ou mais membros dos órgãos de administração. Parágrafo único. O estatuto pode subordinar as alterações estatutárias que especificar à aprovação, em assembleia especial, dos titulares de uma ou mais classes de ações preferenciais”.

Do exposto, pode-se aferir que as ações preferenciais, a depender da classe em que forem constituídas no âmbito das sociedades anônimas, podem influir diretamente no exercício do poder do controle social, sendo que o alcance e a relevância do controle exercido pelo titular dessa espécie de ação devem ser delimitados casuisticamente.

---

<sup>33</sup> “Feita a necessária distinção entre propriedade da maioria do capital social e o controle da sociedade, há que se ressaltar que a ideia de controle se liga, a princípio, ao direito de voto, o que poderíamos chamar de controle interno. Tal controle liga-se normalmente à propriedade das ações ordinárias, uma vez que, via de regra, só a estas toca o direito de voto. Todavia, por vezes o controle poderá ser exercido por outros meios que não o voto, o que se pode chamar de controle externo, não por não se tratar de acionista, mas por ser exercido por meio alheio ao exercício do direito de voto, podendo ser exercido por titulares de ações preferenciais. “. TOMAZETTE, Marlon em *Curso de Direito Empresarial – Teoria Geral e Direito Societário, Volume I*. 3. Ed. – São Paulo: Atlas, 2011, p. 465.

Desta feita, a regulação das ações e de suas espécies se mostra como matéria intrinsecamente vinculada ao tema deste trabalho, tendo em vista que se busca averiguar se existe a necessidade de regulação da matéria para fins de otimização do mercado de valores mobiliários e de maior garantia à tutela efetiva das sociedades anônimas no ordenamento brasileiro.

Neste prisma, essencial destacar que a Lei nº 6.404/76 estabelece requisitos obrigatoriamente observáveis caso determinada companhia opte por comercializar as ações preferenciais no mercado de capitais. O seu mesmo artigo 17, § 1º, estabelece, outrossim, que:

“Art. 17. (...) § 1º Independentemente do direito de receber ou não o valor de reembolso do capital com prêmio ou sem ele, as ações preferenciais sem direito de voto ou com restrição ao exercício deste direito, somente serão admitidas à negociação no mercado de valores mobiliários se a elas for atribuída pelo menos uma das seguintes preferências ou vantagens:(Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

I - direito de participar do dividendo a ser distribuído, correspondente a, pelo menos, 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido do exercício, calculado na forma do art. 202, de acordo com o seguinte critério: (Incluído dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

a) prioridade no recebimento dos dividendos mencionados neste inciso correspondente a, no mínimo, 3% (três por cento) do valor do patrimônio líquido da ação; e (Incluída dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

b) direito de participar dos lucros distribuídos em igualdade de condições com as ordinárias, depois de a estas assegurado dividendo igual ao mínimo prioritário estabelecido em conformidade com a alínea a; ou (Incluída dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

II - direito ao recebimento de dividendo, por ação preferencial, pelo menos 10% (dez por cento) maior do que o atribuído a cada ação ordinária; ou (Incluído dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

III - direito de serem incluídas na oferta pública de alienação de controle, nas condições previstas no art. 254-A, assegurado o dividendo pelo menos igual ao das ações ordinárias. (Incluído dada pela Lei nº 10.303, de 2001)”.

Logo, constata-se que o legislador optou por vincular determinadas *classes* à ação preferencial negociável no mercado de valores mobiliários, a priori com o intuito de fazer valer o privilégio patrimonial como incentivo ao



investidor que prima pela realização de investimentos por intermédio da capitalização de companhias.

O inciso III do dispositivo transcrito, por sua vez, explicita a relevância da regulação das ações preferenciais para o objeto do presente trabalho: isso porque a oferta pública de alienação de controle prevista no artigo 254-A da Lei nº 6.404/76 consiste em uma das principais formas de alienação de controle das sociedades anônimas, que será detidamente analisada em capítulo subsequente ao presente.

Por fim, pode-se classificar as ações ainda como de *fruição*, como se observa pela leitura do artigo 15, bem como do artigo 44, § 5ª, da Lei nº 6.404/76. Ocorre que as ações de determinada sociedade não podem ser emitidas sob essa forma: necessariamente, as ações ordinárias ou preferenciais serão convertidas para a espécie de *fruição* após a realização de procedimento de amortização.

A amortização consiste, por sua vez, no procedimento explicitado pelo artigo 44, § 5º, da Lei nº 6.404/76, em que, a título de antecipação e sem redução de capital social, as quantias que seriam devidas aos acionistas em hipótese de liquidação da companhia são distribuídas aos acionistas<sup>34</sup>. A priori, tal medida visa afastar a frustração de acionistas que se veem em necessidade de liquidar seus investimentos em momento anterior à liquidação social.

Com a amortização integral das ações preferenciais ou ordinárias, estas se convertem em ações de *fruição*, passando a garantir direitos diferenciados aos seus titulares, já que tal título acionário deixa de representar o capital social da companhia. Daí advém o termo de *fruição*, já que o titular dessa espécie de ação, mesmo deixando de possuir patrimônio aplicado ao capital social, ainda goza de determinados direitos que são extensíveis aos titulares das ações preferenciais ou ordinárias.

---

<sup>34</sup> O mesmo artigo 44 da Lei nº 6.404/76 dispõe que a amortização do capital é medida que pode ser promovida apenas a partir da convocação da assembleia geral, reunida para deliberar especificamente sobre esse ponto, ou por determinação específica do estatuto social. Neste sentido, MAMEDE, Gladston, *Direito empresarial brasileiro: direito societário: sociedades simples e empresárias, volume 2/* Gladston Mamede. – 2. Ed. – São Paulo: Atlas, 2007, p. 420.

Nesta senda, caso a ação de fruição tenha sido originada da amortização de uma ação ordinária, pode-se restringir o direito do voto ou até mesmo suprimi-lo da esfera de direitos do titular. Caso oriunda de uma ação preferencial, cumpre verificar a que classe tal título pertencia, a fim de que seja possível delinear qual privilégio patrimonial será suprimido ou meramente restringido.

Restaram, assim, exploradas as diferentes espécies de ações de companhias, sendo necessário averiguar qual valor é atribuível a esses títulos, bem como as formas que esses podem assumir.

### **Do valor das ações**

Demonstrou-se ao longo deste estudo que as ações, em regra, são negociáveis no mercado de valores mobiliários, considerando que a companhia sob discussão é de capital aberto. Em virtude da negociabilidade das ações sociais, as mesmas necessariamente possuem valor patrimonial que lhes pode ser atribuído.

Trata-se de classificação essencial ao desenvolvimento desta pesquisa, dado que as formas de alienação de controle das sociedades anônimas, por diversas vezes, se concretizam no mercado de valores mobiliários, ambiente mercadológico no qual se desenvolvem operações de compra e venda de ações sociais.

Em virtude da existência de diferentes espécies de ações, por muitas vezes o valor de mercado, aliado à posição econômica da sociedade anônima sob discussão, essas podem ser negociadas por valores não necessariamente expressos em seus próprios títulos. As *golden shares*, por exemplo, consistem em ações preferenciais de classe diferenciada, vez que garantem direitos de natureza política peculiares aos seus titulares: como visto, podem garantir o direito a eleger administrador da companhia que integra, exercendo poder de controle externo.

Naturalmente, as diferentes classes de ações preferenciais garantem prerrogativas diferenciadas aos seus detentores, contanto que negociáveis no mercado de valores mobiliários.

Assim, a compreensão dos valores atinentes às ações negociáveis no mercado de capitais é essencial ao aprofundamento da temática, já que possivelmente a regulação das alienações acionárias, com consequente repercussão nos seus valores, pode ser medida apta para otimizar as medidas defensivas às aquisições hostis de sociedades anônimas.

Outrossim, vale frisar que as ações sociais podem ser imbuídas de 5 (cinco) tipos de valores distintos entre si, quais sejam: (i) o valor nominal, (ii) o valor patrimonial, (iii) o valor de mercado, (iv) o valor econômico e (v) o preço de emissão.

O *valor nominal* (i) é aquele que se encontra expresso no título, e é calculável a partir do capital social da companhia, sendo que o valor nominal de todas as ações que constituem o capital da sociedade anônima deve ser igual entre si, compondo somatório que culmina no valor total do capital social.

Segundo a disposição constante do artigo 11 da Lei nº 6.404/76, o estatuto social da companhia “fixará o número de ações em que se divide o capital social e estabelecerá se as ações terão, ou não, valor nominal”. Desse regramento, depreende-se também pela possibilidade de emissão de ações sem valor nominal.<sup>35</sup>

O valor patrimonial (ii) é a avaliação calculada tendo-se a divisão do patrimônio líquido como parâmetro de precificação de determinado número de ações. Embora o capital social da companhia recém-formada se confunda, destarte, com o patrimônio que lhe é afeto, com o passar do tempo e com o desenvolvimento da atividade econômica promovida pela sociedade anônima, o seu patrimônio passa se diferenciar do capital social.

O patrimônio da companhia pode ser definido, nesta senda, como o conjunto de bens e relações que possuem valor patrimonial, sendo estes

---

<sup>35</sup> No tocante às ações sem valor nominal: “A emissão de ações sem valor nominal é inspirada no direito-norte americano. No Brasil, elas foram justificadas para facilitar os aumentos de capital social e para diminuir a importância que supostamente era atribuída ao valor nominal das ações, na sua negociação no mercado. Além disso, justifica-se a ausência de valor nominal para possibilitar o aumento do capital social por subscrição pública, no caso de o valor de mercado ser inferior ao valor nominal das ações, uma vez que é proibida a emissão de novas ações por preço inferior ao seu valor nominal”. TOMAZETTE, Marlon em *Curso de Direito Empresarial – Teoria Geral e Direito Societário, Volume I*. 3. Ed. – São Paulo: Atlas, 2011, p. 447.

economicamente apreciáveis. Esta classificação relativa ao valor acionário, em realidade, remete à hipótese de liquidação da sociedade ou de promoção de dividendos que se embasa no valor patrimonial agregado à companhia, vez que, em regra, a distribuição de dividendos é realizada a partir de um percentual correspondente à participação do sócio no capital social.

O *valor de mercado* (iii) consiste no valor cotado às ações negociadas no mercado de valores mobiliários a partir do ponderamento de condicionantes diversas, tais como o momento político-econômico do país, o valor do patrimônio afeto à companhia que promove a alienação no mercado de suas ações e as projeções relativas à sua rentabilidade futura.

Em virtude das flutuações de mercado, por muitas vezes os valores atribuídos a determinados tipos de ações, tais como as preferenciais que garantam prioridade na percepção de dividendos, podem ter valores instáveis e afetos às outras formas de classificação de valor inerente às ações. Trata-se, assim da cotação dispendida às ações de determinada companhia por parte do mercado de valores mobiliários.

O *valor econômico* (iv) considera a rentabilidade futura da empresa<sup>36</sup> que negocia suas ações no mercado de valores mobiliários, sendo esta a classificação que apresenta maior dificuldade em sua demarcação, pois extrapola os limites do campo de conhecimento jurídico, e adentra no âmbito da economia e da contabilidade.

Com isto, restam apresentados os valores que as ações podem assumir ao serem comercializadas, destacando-se que a finalidade deste estudo é analisar a negociação de ações no mercado de valores mobiliários, bem como as transações mobiliárias voltadas à alienação de controle de companhias.

---

<sup>36</sup> Verificar a nota de rodapé de número 12, onde se explanou o significado técnico-jurídico do termo “empresa” por intermédio das lições de FERRAZ, Daniel Amin; PINTO, Leonardo Arêba. Da aplicabilidade do bulk factoring aos grupos de sociedades. Revista de Direito Internacional, Brasília, v. 13, n. 2, 2016 p. 566-578.

## **Das formas das ações**

A última classificação aplicada às ações que este estudo dispenderá explorará as formas que tais títulos podem assumir, independentemente das espécies em que são enquadradas. Essa classificação diz respeito à titularidade e ao modo de transferência de ações, podendo ser dividida em (i) *nominativas* e (ii) *escriturais*.<sup>37</sup>

As ações nominativas envolvem a inscrição do titular em seu próprio corpo, bem como a transcrição dessa propriedade em registro próprio da companhia em que tal ação foi subscrita. A sua alienação e regime de inscrição em registro social são regulados pelo artigo 31 da Lei nº 6.404/76, *in verbis*:

“Art. 31. A propriedade das ações nominativas presume-se pela inscrição do nome do acionista no livro de "Registro de Ações Nominativas" ou pelo extrato que seja fornecido pela instituição custodiante, na qualidade de proprietária fiduciária das ações. (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

§ 1º A transferência das ações nominativas opera-se por termo lavrado no livro de "Transferência de Ações Nominativas", datado e assinado pelo cedente e pelo cessionário, ou seus legítimos representantes.

§ 2º A transferência das ações nominativas em virtude de transmissão por sucessão universal ou legado, de arrematação, adjudicação ou outro ato judicial, ou por qualquer outro título, somente se fará mediante averbação no livro de "Registro de Ações Nominativas", à vista de documento hábil, que ficará em poder da companhia.

§ 3º Na transferência das ações nominativas adquiridas em bolsa de valores, o cessionário será representado, independentemente de instrumento de procuração, pela sociedade corretora, ou pela caixa de liquidação da bolsa de valores”.

Observa-se do transcrito que as transferências das ações nominativas são minuciosamente reguladas, tendo em vista a necessidade de que os registros societários disponham das alienações de seu capital social consubstanciado em ações.

As *ações escriturais* (ii) não se mostram consubstanciadas em títulos corpóreos tal como as nominais e, por isso, não demandam os mesmos ônus no momento de suas transferências. Esta forma de ação é, outrossim,

---

<sup>37</sup> PAPINI, Roberto. Sociedade anônima e mercado de valores mobiliários / Roberto Papini. – Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 71.

controlada por instituição financeira escolhida e contratada pela própria companhia, considerada esse objetivo em específico.

Os artigos 34 e 35 da Lei nº 6.404/76 regulam a dinâmica atinente às ações escriturais, dispondo no artigo 35 de forma expressa que a propriedade dessa forma de ação será presumida a partir do registro em conta de depósito de ações.<sup>38</sup>

O montante de informação até o presente elucidado se mostra suficiente para fins de compreensão e desenvolvimento do objeto de pesquisa deste trabalho.

## **1.2. Da regulação do mercado de capitais**

Como visto, as ações das companhias representam as quotas do capital social subscrito e integralizado, sendo que o número de ações que um sócio possuir repercute no poder que este pode aplicar na dimensão interna da companhia, exercendo controle ou não sobre as decisões sociais.

Ocorre que o fenômeno da dispersão acionária<sup>39</sup> verificado nas sociedades anônimas acabou por proporcionar alterações nas noções de propriedade e gestão. O controle societário, que outrora fora atribuído aos

---

<sup>38</sup> Caso assim não fosse, a propriedade seria, presumidamente, da instituição financeira, já que a mera tradição de bens móveis comporta em sua alienação. “Independentemente da emissão ou não de certificado, a lei brasileira admite que as ações fiquem sob custódia de uma instituição financeira. Nesse caso, os títulos depositados podem ser negociados sem a alteração dos registros da companhia, a cada facilitando a atuação no mercado de capitais. (...) É isso que ocorrerá na custódia das ações. A propriedade das ações custodiadas será transferida para a instituição custodiante (Instrução Normativa da CVM), nos próprios registros da sociedade emissora. Todavia, haverá apenas um uso determinado das ações, além de uma obrigação de devolução da mesma quantidade e espécie das ações depositadas. A propriedade fiduciária da instituição custodiante é uma propriedade temporária, não pela possibilidade de circulação da ação, mas pela obrigação de devolução”. TOMAZETTE, Marlon em *Curso de Direito Empresarial – Teoria Geral e Direito Societário, Volume I*. 3. Ed. – São Paulo: Atlas, 2011, p. 450.

<sup>39</sup> O fenômeno da dispersão acionária será devidamente desenvolvido no capítulo 1, que abordará o controle das sociedades anônimas. Por ora, a redação do artigo 137, inciso II, alínea “b” da Lei nº 6.404/76 se mostra suficiente para explanar o sentido empregado no texto, dispositivo a seguir reproduzido: “Art. 137. A aprovação das matérias previstas nos incisos I a VI e IX do art. 136 dá ao acionista dissidente o direito de retirar-se da companhia, mediante reembolso do valor das suas ações (art. 45), observadas as seguintes normas: II - nos casos dos incisos IV e V do art. 136, não terá direito de retirada o titular de ação de espécie ou classe que tenha liquidez e dispersão no mercado, considerando-se haver: (...) b) dispersão, quando o acionista controlador, a sociedade controladora ou outras sociedades sob seu controle tiverem menos da metade da espécie ou classe de ação; (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)”.

detentores majoritários das ações de determinada sociedade anônima, passa a poder ser exercido por sujeitos diversos, tais como os sócios de participação acionária ínfima.<sup>40</sup>

Essencial destacar que o conceito de controle adquire especial relevância nas sociedades anônimas, destacadamente nas abertas, já que, nas sociedades de cunho pessoal, a estrutura societária contratual garante aos sócios maior ingerência na condução da atividade societária, enquanto que a estrutura institucional inerente às companhias abertas transmuta a noção de poder exercido pelos sócios à noção de controle: a instituição passa a preponderar sobre a dinâmica societária sob a forma do controle.<sup>41</sup>

Nesse contexto, com a insurgência de atos de alienação do poder de controle das sociedades anônimas também no ordenamento brasileiro, vislumbrou-se a necessidade de se promover medidas defensivas contra aquisições hostis do controle societário, a fim de que o intento negocial

---

<sup>40</sup> “Em decorrência da propagação de companhias com dispersão acionária, tornam-se frequentes casos de ruptura entre o poder empresarial e o risco. A dispersão acionária, em algumas companhias, dá origem a situações em que o poder de controle é exercido, até mesmo, por titulares de ações representativas de uma pequena participação acionária (*controle minoritário*), por administradores da companhia (*controle gerencial*) e, em determinados casos, por agentes externos capazes de exercer influência dominante sobre a companhia (*controle externo*)”. NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Medidas defensivas à Tomada de Controle de Companhias* – São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 23-24.

<sup>41</sup> No prefácio da obra de COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*/ Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2008, p. IX, resta explanado que, à época da publicação da primeira edição desta obra: “O estudo das sociedades mercantis sob a ótica do poder sempre foi algo estranho à doutrina jurídica nacional. Autores e tribunais preferiam interpretá-las com base na teoria do contrato, ou sob o ângulo institucional. Na primeira hipótese, o pressuposto era de que os sócios colocavam-se em pé de igualdade e resolviam as questões societárias de comum acordo, aceitando, todos, o princípio majoritário fundado na titularidade do capital, tal como expresso no pacto da fundação. Na segunda hipótese – exclusivamente aplicada à sociedade anônima -, a organização da pessoa jurídica e as funções próprias de cada um de seus órgãos obedeceriam à “vontade” da lei, não sendo objeto de um negócio jurídico contratual. Sem dúvida, tais interpretações, embora parciais, não são totalmente errôneas, servindo, até certo ponto, como justificativa lógica para a solução de vários conflitos de interesse no campo societário. O que lhes falta, porém, é a consideração do elemento englobante, que reúne ambas as perspectivas num todo compreensível. Esse elemento é o poder decisório. Nas sociedades ditas de pessoas, em que o caráter contratual é dominante, senão exclusivo, a relação de poder se estabelece diretamente entre os próprios sócios. Diferentemente, na anônima, cujo conteúdo institucional é mais saliente, o elemento dinâmico, que põe em marcha o mecanismo societário e empresarial, é um poder que se exerce indiretamente entre os sócios, através dos órgãos impostos pela lei: é o controle”.

originariamente almejado pela companhia na condição de empresária<sup>42</sup> permaneça inalterado.

As aquisições hostis das companhias consistem na alienação do poder de controle de sociedades anônimas de capital aberto de forma contrária à vontade dos órgãos societários que exercem a função administrativa, bem como dos acionistas-relevantes no âmbito societário.<sup>43</sup>

---

<sup>42</sup> O conceito de empresário é essencial à compreensão da natureza da atividade comercial promovida pelas companhias abertas. A parte geral da matéria empresarial no ordenamento é regulada no CC/02, a partir do primeiro artigo do seu Livro II – Direito de Empresa, Título I – Do Empresário, Capítulo I – Da Caracterização e da Inscrição. No artigo 966, o conceito de empresário é estabelecido, conforme pode se verificar a seguir: “Art. 966. Considera-se empresário quem exerce profissionalmente atividade econômica organizada para a produção ou a circulação de bens ou de serviços. Parágrafo único. Não se considera empresário quem exerce profissão intelectual, de natureza científica, literária ou artística, ainda com o concurso de auxiliares ou colaboradores, salvo se o exercício da profissão constituir elemento de empresa”. O conceito dispendido no artigo 966 do CC/02 possui raízes na positivação da matéria comercial no Código Civil Italiano de 1942, que classificou o objeto do Direito Empresarial ou Mercantil como matéria a partir das atividades atinentes à empresa, consistindo essa na Teoria da Empresa. Gravitando em torno do conceito de empresa adotada pelo Código Civil Italiano, o ordenamento jurídico brasileiro estabelece ainda os dois outros termos inerentes à empresa, quais sejam o empresário e o estabelecimento comercial. Desta feita, a própria compreensão da matéria empresarial regulada no ordenamento jurídico brasileiro emana do conceito jurídico atribuído à empresa, ao empresário e ao estabelecimento comercial. O empresário seria a pessoa física ou jurídica a exercer a atividade empresarial (empresa), dotando-se dos recursos inerentes ao estabelecimento comercial. A empresa, por sua vez, envolve uma acepção econômica, dado que remete a “fenômenos relativos à produção, distribuição e consumo de bens”, objeto da economia como ciência que “estuda os recursos escassos com a finalidade de obter bons resultados na produção de bens e prestação de serviço”. Neste sentido, tem-se que a atividade econômica empresarial está embasada na organização de fatores de produção, consistentes no capital, trabalho e natureza com fins de disponibilização em mercado de bens e serviços, independentemente do seu estágio de produção. Ainda no tocante à temática: “Nos países onde o Direito Comercial constitui ramo do direito privado, desperta tanto interesse a distinção entre as sociedades comerciais e as sociedades civis, quanto a que se faz entre a pessoa comerciante e a pessoa não comerciante. Entre nós, só relativamente às sociedades anônimas e em comandita por ações não se apresenta o interesse prático da distinção, visto como, civil ou comercial o seu objeto, estão todas subordinadas à mesma disciplina legal. O objeto das operações a que se propõe a sociedade determina a sua natureza comercial ou civil. O fim comercial, o propósito de comercial, o intuito de negociações ou operações comerciais, eis o critério que assinala a comercialidade das sociedades. (...) se comerciantes são os que fazem da mercancia profissão habitual igualmente comerciais são as sociedades constituídas especialmente para o exercício do comércio. Esta noção funda-se no artigo 4º do Cód. (Veja-se o n. 9 do 2º vol. deste tratado)”. MENDONÇA, José Carvalho Xavier de. *Tratado de Direito Comercial Brasileiro*, v. III. 5. Ed. – São Paulo: Livraria Freitas Bastos S/A, 1958, p. 53. Por fim, importante conferir novamente a nota de rodapé n. 12 deste estudo, onde se cita FERRAZ, Daniel Amin; PINTO, Leonardo Arêba. Da aplicabilidade do bulk factoring aos grupos de sociedades. *Revista de Direito Internacional*, Brasília, v. 13, n. 2, 2016 p. 566-578.

<sup>43</sup> “A oferta pública revelar-se-á hostil por afrontar eventual poder de controle de tais acionistas relevantes da companhia-alvo e, em relação à administração reputar-se-á como não amigável por ser realizada à revelia desta última, que, em regra, sequer participará das negociações visando à tomada de controle”. NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Medidas defensivas à Tomada de Controle de Companhias* – São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 24. Embora a oferta



A alienação do poder de controle das sociedades anônimas, por sua vez, pode ser promovida por diversas manobras, bem como por alternativas contratuais, tal como a compra e venda de ações preferenciais constituídas sobre formas distintas das ações ordinárias.

A fim de que o objeto de estudo desta pesquisa seja analisado, primeiramente será sopesada a relevância da manutenção do poder de controle societário, tendo-se em vista o atual panorama regulatório do mercado de capitais e o papel que o conceito de governança corporativa assume, vez que instituto viabilizador da Nova Bolsa.

Em seguida, o conceito de poder de controle societário e os seus mecanismos de alienação serão explorados, bem como as medidas defensivas contra as aquisições hostis do controle societário, para que os casos concretos possam ser também.

Em virtude disso, a regulação atual do mercado de capitais consiste em objeto imprescindível ao desenvolvimento desta pesquisa. Isso porque, além de representar objeto de análise no momento final desta dissertação, a sua exposição nesta altura demonstrará a relevância do exercício do poder de controle das sociedades a partir da compreensão do conceito de governança corporativa e da criação da Nova Bolsa de Valores, instituto inerente ao mercado de capitais insurgente do fortalecimento da cultura de governança corporativa.

A existência do mercado de capitais pressupõe o suprimento de uma demanda econômica, jurídica e empresarial que resulta da necessidade de negociação de valores mobiliários<sup>44</sup>.

Nesse âmbito, a possibilidade de as sociedades empresariais anônimas, bem como as por ações, se autofinanciarem mediante a emissão

---

pública consista em um dos instrumentos jurídicos aptos a promover a alienação do poder de controle das companhias abertas, a definição ora registrada se mostra suficiente para descrever em que hipótese a alienação é tida como hostil.

<sup>44</sup> Como observa Nelson Eizirik "(...) a função econômica essencial do mercado de capitais é a de permitir às empresas, mediante emissão pública de seus valores mobiliários, a captação de recursos, com maior extensão do prazo de pagamento, para o financiamento de seus projetos de investimento ou mesmo para alongar o prazo de suas dívidas". (IZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de capitais – regime jurídico. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 8.).

própria de valores mobiliários configura incontestável instrumento de captação e circulação de crédito por uma via diferenciada e mais favorável do que a se verifica quando essa mesma captação de capital de investimento ocorre com por via das instituições financeiras.

Em suma, consiste o mercado de capitais num ambiente de compra e venda de valores mobiliários, no qual incide regulação a fim de que a intermediação, promovida por instituições de natureza de direito público ou privado, entre os compradores e vendedores, disponha do maior acesso possível à informação, bem como aos fatores inerentes à negociação de tais títulos. Conceitua-se, logo, o mercado de capitais nos seguintes moldes:

“Conceitua-se o mercado de capitais, portanto, como o segmento do mercado financeiro em que são criadas as condições para que as empresas captem recursos diretamente dos investidores, através de instrumentos financeiros, com o objetivo principal de financiar suas atividades ou viabilizar projetos de investimentos”.<sup>45</sup>

O mercado de capitais dispõe de uma estrutura e dinâmica distinta do mercado de crédito. Nesse sentido:

“No mercado de crédito as instituições financeiras captam recursos dos poupadores e os emprestam aos tomadores, assumindo os riscos da operação. São remunerados por uma diferença entre as taxas de captação e de aplicação desses recursos. No mercado de capitais, por outro lado, os agentes superavitários emprestam seus recursos diretamente aos agentes deficitários. Porém, as operações ocorrem sempre com a intermediação de uma instituição financeira. No entanto, nesse mercado, essas instituições atuam principalmente como prestadoras de serviços, estruturando as operações, distribuindo os valores mobiliários no mercado, entre outros trabalhos, entre outros trabalhos. São remunerados pelo serviço prestado.(...)”

Na relação que se estabelece no mercado capitais, os investidores, ao emprestarem seus recursos diretamente para as empresas, adquirem títulos, que representam as condições estabelecidas no negócio, chamados valores mobiliários. Podem ser títulos de dívida, em que se estabelece uma relação de crédito entre as partes tomadora e poupadora, como é o caso das debêntures, ou podem ser títulos patrimoniais, ou de capital, em que os investidores se tornam sócios do negócio, com todos os direitos e deveres inerentes, como é o caso das ações. Os investidores podem adquirir esses valores

---

<sup>45</sup> *O mercado de valores mobiliários brasileiro/ Comissão de Valores Mobiliários. 3. Ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014, p. 36.*

mobiliários diretamente, ou indiretamente por meio de estruturas de investimento coletivo, como os fundos ou clubes de investimento. (...)”.<sup>46</sup>

Sobre esse aspecto, tem-se que<sup>47</sup> uma das maiores e mais relevantes funções das sociedades por ações é, precisamente, com maior liberdade e menor custo, obter capital para o seu desenvolvimento societário, meta que conduz à participação no mercado de capitais.

No mesmo sentido, o desenvolvimento<sup>48</sup> e a eficácia na obtenção de investimentos exigem uma estrutura jurídica-organizacional que ofereça segurança nas relações mercadológicas configuradas a partir da interação dos agentes do mercado, investidores e tomadores de crédito.

De tal modo, ao instituir o Sistema Financeiro Nacional, e nele incluir o mercado de capitais, a Constituição Federal (art. 192, com redação da EC nº 40, de 2003), oferece, no plano normativo e material, meios de o mercado financeiro operar com segurança e eficácia. Destaca-se que, desde a EC nº 40, a Constituição Federal exerce função normativa geral, e expressamente remete a um conjunto de leis extravagantes a responsabilidade de instituir e regular as instituições que o compõem o Sistema Financeiro Nacional.<sup>49</sup>

---

<sup>46</sup> *O mercado de valores mobiliários brasileiro/ Comissão de Valores Mobiliários*. 3. Ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014, p. 36.

<sup>47</sup> TOMAZETTI, Marlon. Curso de direito empresarial. Teoria geral e direito societário. 6. ed. São Paulo : Atlas, 2014. p. 408.

<sup>48</sup> “(...) A alavancagem de investimentos para a realização de atividades econômicas que demandam grande volume de capital requisita modelo jurídico-organizacional que viabilize, com a necessária segurança, a sua captação junto ao público investidor em geral”. (Campinho, Sérgio. Curso de Direito Comercial: Sociedade Anônima. 2. ed. São Paulo:Saraiva, 2017, p. 45.)

<sup>49</sup> A página virtual do Banco Central do Brasil (BCB) informa a composição e os segmentos do Sistema Financeiro Nacional (SFN), mediante a indicação dos (1) Órgãos Normativos, que estabelecem regras gerais para o Sistema, sendo composto pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP) e Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPC), das (2) instituições Supervisoras, que possuem a incumbência de garantir o cumprimento das normas emanadas dos órgãos normativos pelos integrantes do próprio sistema e cidadãos em geral. São instituições supervisoras o próprio BCB-Banco Central do Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a Superintendência de Seguros Privados (Susep) e a Superintendência Nacional de Previdência Complementar (Previc). Além dessas funções, a normativa e a de supervisão, integram o SFN os (3) agentes operadores, que se relacionam diretamente com o público e exercem função de intermediação financeira. São agentes operadores: Bancos e caixas econômicas; Cooperativas de Crédito; Instituições de pagamento (são fiscalizadas pelo BCB, mas não integram o SFN); Administradoras de consórcios; Corretoras e distribuidoras; demais instituições não bancárias (Agência de Fomento, Associação de Poupança e Empréstimo, Companhia Hipotecárias, Sociedade Crédito, Financiamento e Investimento, Sociedade de Crédito Imobiliário, Sociedade de arrendamento mercantil, Sociedade de Crédito ao

Neste prisma é que a Constituição Federal, garantindo uma regulação genérica do mercado financeiro, faculta às instituições financeiras o exercício da autorregulação mediante emissão de normas instrutivas, que não possuem a característica de terem sido emanadas necessariamente pelo Poder Legislativo.

A presença da Comissão de Valores Mobiliários - CVM e das Bolsas de Valores na composição do Sistema Financeiro Nacional denota a relevância econômica e financeira do mercado de capitais<sup>50</sup>, sendo um mercado que caracteriza-se<sup>51</sup> *“(...) pelo dinamismo e liquidez das aplicações, uma vez que os títulos adquiridos poderão ser revendidos, a qualquer tempo, mediante a oferta no mesmo mercado”*.

A existência e a função do mercado de capitais<sup>52</sup> podem ser explanadas a partir do argumento de que *“(...) alguns agentes econômicos poupam mais do que investem, enquanto outros investem mais do que poupam (...)”*, resultando dessa condição a transferência de crédito e do desenvolvimento do sistema financeiro, sendo que *“(...) a mobilização da poupança é realizada diretamente entre a unidade econômica deficitária – a entidade emissora – e a unidade econômica superavitária – investidor. (...)”*.

O ambiente próprio de operação no mercado de capitais é a Bolsa de Valores<sup>53</sup>, isto, considerando-se que as companhias de capital aberto são as que de modo mais efetivo e significativo, do ponto de vista de volume e frequência, negociam os seus valores mobiliários.

---

Microempreendedor); Bolsa de Valores; Bolsa de Mercadorias e futuros; Seguradoras e Resseguradoras; Entidades abertas de previdência; Sociedades de capitalização e entidades fechadas de previdência complementar; fundos de pensão. Banco Central do Brasil - BCB. Composição e segmentos do Sistema Financeiro Nacional. Disponível em <[www.bcb.gov.br/pre/composicao/composicao.asp](http://www.bcb.gov.br/pre/composicao/composicao.asp)>. Acesso em 09/04/2017.

<sup>50</sup> A relevância do mercado de capitais para o Estado parece estar reconhecida pela própria intenção da Constituição Federal, que ao disciplinar o Sistema Financeiro Nacional indica os meios legais de proteção a esse ambiente.

<sup>51</sup> BORBA, José Edwaldo Tavares. Direito Societário. 14. ed. São Paulo: Atlas, 2015. p. 175-176.

<sup>52</sup> IZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de capitais – regime jurídico. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 2-3-8.

<sup>53</sup> As Bolsas de Valores são instituições de natureza privada que administram o mercado de valores mobiliários, oferecendo estrutura para que ocorra, com eficácia, a compra e venda desses ativos. Em geral, é eletrônico o sistema de negociação oferecido. Essas instituições são mantidas pelos próprios agentes que atuam nesse ambiente. IZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de capitais – regime jurídico. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 8-11.

Embora as ações sejam apenas uma das modalidades de valores mobiliários, ocupam nesse cenário função de destacada relevância, porque, enquanto valores mobiliários negociáveis, configuram meio de obtenção de controle das companhias, conforme já restou mencionado<sup>54</sup>. A Bolsa de valores, por conseguinte, consiste efetivamente em uma espécie de mercado, dado que representa ambiente em que operações de compra e venda de valores mobiliários são promovidas.

Note-se que a negociação do capital social da companhia por intermédio da compra de ações pode ocorrer em dois segmentos diferentes, quais sejam, a negociação de ações em razão de nova emissão, que configura o “mercado primário”, e a negociação desses ativos sem que ocorra a emissão de ações, procedimento que caracteriza o “mercado secundário”<sup>55</sup>.

A opção do investidor por um ou outro segmento, além do fator disponibilidade de oferta, também pode incluir, de modo direto ou indireto, a intenção de realizar procedimento de tão só aplicação e poupança do valor dispendido no mercado de capitais – o que ocorreria de modo preponderante no mercado secundário, ou, alternativamente, a finalidade prioritária de investimento, mais afeta às operações efetivadas no mercado primário, no qual interesses diversos ao da mera lucratividade do valor aplicado, a exemplo da intenção de aquisição de controle, tendem a ser prevalentes.<sup>56</sup>

Vale, aqui, lembrar que o tema central deste estudo, a aquisição de controle hostil<sup>57</sup>, quando efetivada, desenvolve-se precisamente no ambiente

---

<sup>54</sup> Um dos mais importantes benefícios oferecidos pelas Companhias é a possibilidade de negociação e autoinvestimento por meio da negociação das ações que compõem o capital social, conforme registra Borba. BORBA, José Edwaldo Tavares. Direito Societário. 14. ed. São Paulo : Atlas, 2015. p. 227-229.

<sup>55</sup> IZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de capitais – regime jurídico. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 10.

<sup>56</sup> IZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de capitais – regime jurídico. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 11.

<sup>57</sup> Sobre ambiente em que ocorre a aquisição de controle hostil, observa Nascimento: “Nos países que possuem mercado de capitais desenvolvidos, em especial, nos EUA e na Inglaterra, as companhias com dispersão acionária tornam-se alvo frequente de tentativas de tomada de controle, mediante a realização de ofertas públicas de aquisição de controle, usualmente referidas como *tender offers* nos EUA e *takeover bids* na Inglaterra. Em inúmeros casos, tais ofertas são estruturadas e realizadas de forma hostil, sem o envolvimento dos membros da administração da companhia-alvo e sem negociações com grupos de acionistas relevantes da companhia-alvo”. NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. Medidas Defensivas à Tomada de Controle de Companhias. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 24.

do mercado de capitais, e, por isso mesmo, a aplicação de normas de controle preventivas e repressivas dizem respeito à própria confiabilidade e segurança dessa atividade financeira.

### **1.2.1. Regulação e autorregulação do mercado de capitais brasileiro.**

A expressão<sup>58</sup> “regulação” está vinculada à organização e controle do mercado de capitais brasileiro exercido pelo Estado, por intermédio de diversas instituições públicas (entre as quais o Conselho Monetário Nacional, o Banco Central do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários), enquanto que o instituto da “autorregulação” remete à atividade regulatória exercida pelos próprios atores do mercado de valores mobiliários<sup>59</sup>, cujo maior exemplo é a própria Bolsa de Valores, pessoa jurídica de direito privado que disponibiliza aos operadores um ambiente de mercado.

A função regulatória<sup>60</sup>, nesse sentido, possui duas principais vertentes. A primeira se mostra vinculada à regulamentação exercida pelo Estado, de natureza eminentemente pública, e a outra, resulta da atuação das próprias entidades operadoras do mercado de capitais, de natureza privada.

Deve-se entender por regulação<sup>61</sup>, neste prisma: “(...) o emprego dos instrumentos legais necessários à implementação de objetivos de política econômica ou social. (...)”. É em função da natureza da atividade regulatória, que acaba por se mostrar vinculada à política econômica e social conduzida em determinado ordenamento jurídico, que o presente trabalho entende que a regulação não deixa de ser política pública.

No que se refere à regulação exercida pelo Estado, a CVM, autarquia federal criada pela Lei 6.385, de 01/12/76, ocupa destacada função de

---

<sup>58</sup> ARAÚJO, Danilo Borges B.S. (org.) Regulação brasileira do mercado de capitais. São Paulo: Saraiva, 2015. – (Coleção direito, desenvolvimento e justiça), p. 149.

<sup>59</sup> ARAÚJO, Danilo Borges B.S. (org.) Regulação brasileira do mercado de capitais. São Paulo: Saraiva, 2015. – (Coleção direito, desenvolvimento e justiça), p. 175-176.

<sup>60</sup> ARAÚJO, Danilo Borges B.S. (org.) Regulação brasileira do mercado de capitais. São Paulo: Saraiva, 2015. – (Coleção direito, desenvolvimento e justiça), p. 149-155.

<sup>61</sup> IZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de capitais – regime jurídico. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 15.

normatização e controle<sup>62</sup>, vinculando-se de forma direta e pontual à atuação do mercado de capitais. Em relação à CVM, ressaltando a sua relevância, independência funcional e autonomia, tem-se que<sup>63</sup>:

“(...) o que a diferencia e que nos faz considerá-la uma autêntica entidade reguladora é a independência frente ao Poder Executivo, a gama diversificada de poderes que lhes foram atribuídos e a flexibilidade verificada em alguns de seus instrumentos de regulação pós-moderna (...)”.

Entre as competências atribuídas à CVM, de fato, consta algumas atribuições específicas de fiscalização das operações realizadas no mercado de capitais, como, por exemplo, as hipóteses adiante transcritas, extraídas do rol estabelecido no art. 1º da Lei 6.385/76<sup>64</sup>:

“(...) a emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado; a negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários; a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Valores; a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Mercadorias e Futuros; (...)”.

Cumpre, desta feita, pormenorizar a regulação promovida pelo ente estatal interno ao mercado de valores mobiliários.

#### **1.2.1.1. Regulação (realizada pelo Estado)**

Nesta oportunidade, analisa-se a regulação estatal direta e as instituições às quais são atribuídas tal função.

A regulação do mercado de capitais é feita prevalentemente pelo Estado, que edita e fiscaliza normas que buscam assegurar a esse ambiente um funcionamento organizado e eficaz<sup>65</sup>. Tais normas, em geral, criam instituições que possuem a competência e a responsabilidade pela execução dessa medida de interesse público.

---

<sup>62</sup> DUBEUX, Júlio Ramalho. A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro. Porto Alegre : Sérgio Antonio Fabris, 2006. p. 35.

<sup>63</sup> Ibidem. p. 35.

<sup>64</sup> A Lei 6.385, de 07/12/76, dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários – CVM.

<sup>65</sup> TEIXEIRA, Bernardo Romano. Uma análise da Regulação do Mercado de Capitais no Brasil. In: **Âmbito Jurídico**, Rio Grande, XVIII, n. 142, nov. 2015. Disponível em: <[http://www.ambito-juridico.com.br/site/index.php?n\\_link=revista\\_artigos\\_leitura&artigo\\_id=16548&revista\\_caderno=8](http://www.ambito-juridico.com.br/site/index.php?n_link=revista_artigos_leitura&artigo_id=16548&revista_caderno=8)>. Acesso em mar 2017.

No ápice das normas regulatórias produzidas pelo Estado situa-se a Constituição Federal, que enuncia regra de natureza geral e estabelece, com essa intenção, o Sistema Financeiro Nacional. Com efeito, o art. 192 da Constituição Federal ao disciplinar o Sistema Financeiro Nacional<sup>66</sup>, ressalta a sua finalidade pública, voltada ao desenvolvimento estruturado e equilibrado do País. Nesta senda, registra de forma expressa a inclusão das cooperativas de crédito no Sistema Financeiro, assim buscando, pelo que constata, priorizar a função social das estruturas financeiras e econômicas estatais.

Na dicção do supramencionado art. 192 da Constituição Federal, o Sistema Financeiro Nacional materializa-se e corporifica-se por intermédio de uma diversidade de instituições públicas, que exercem funções diferenciadas e específicas às suas composições legais<sup>67</sup>, como se verifica, por exemplo, com o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central do Brasil.

Em sua atual redação, advinda da EC 40 (de 29/05/2003), por intermédio do citado artigo 192, a Constituição Federal pouco especifica sobre a composição do Sistema Financeiro Nacional. A formação do SFN resulta do estabelecido em um conjunto de leis extravagantes, que disciplinam cada uma das instituições que o integram.

É o que se verifica com o previsto no art. 1º da Lei 4.585/64, que dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e do Conselho Monetário Nacional, o Banco Central do Brasil, o Banco do Brasil S. A. e o do Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico. Estão ainda incluídas no SFN

---

<sup>66</sup> Art. 192. O sistema financeiro nacional, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, em todas as partes que o compõem, abrangendo as cooperativas de crédito, será regulado por leis complementares que disporão, inclusive, sobre a participação do capital estrangeiro nas instituições que o integram. (Redação dada pela Emenda Constitucional nº 40, de 2003). BRASIL. Constituição Federal de 1988. Promulgada em 05 de outubro de 1988. Disponível em [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/constituicao/constituicaocompilado.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicaocompilado.htm), acesso em 04/02/2017.

<sup>67</sup> Sobre a estrutura do Sistema Financeiro Nacional, observa Dubeux: “Uma vez que a Constituição não estabeleceu maiores detalhes sobre a regulação do sistema financeiro – embora, vale repetir, ela deixe clara a intenção de proteger a poupança popular -, cabe então voltarmos a atenção aos dispositivos constitucionais que estabeleceram, em gênero, as diferentes e principais formas de atuação estatal na economia.”. DUBEUX, Julio Ramalho. A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios no Mercado de Capitais Brasileiro. Porto Alegre : Sérgio Antonio Fabris, 2006. p. 28.



as demais instituições financeiras públicas e privadas, inclusive, como já ressaltado, as cooperativas de crédito.

Com função superior e normativa de fixação de regras gerais de procedimento e operação de crédito, mercado de capitais, moeda e câmbio, integram o SFN o *Conselho Monetário Nacional – CMN*, o *Conselho Nacional de Seguros Privados – CNSP* e o *Conselho Nacional de Previdência Complementar – CNPC*.

#### **1.2.1.1.1 – Do Conselho Monetário Nacional - CMN**

O CMN encontra-se vinculado de modo particular ao mercado de capitais. Consiste em instituição colegiada, de função deliberativa, que foi criada pela Lei nº 4.595, de 31/12/64, na condição de órgão responsável pela expedição de regras gerais que permitam o SFN funcionar de modo organizado, transparente, seguro e eficaz. Atualmente, integram CMN o Ministro da Fazenda, o Ministro do Planejamento, Orçamento e Gestão e o Presidente do Banco Central.<sup>68</sup>

A Lei nº 4.595 estabelece competências específicas para o Conselho Monetário Nacional, das quais ressalta-se a de disciplinar as atividades das Bolsas de Valores e dos corretores de fundos públicos, bem como a de conhecer dos recursos de decisões do Banco Central da República do Brasil.

---

<sup>68</sup> “ A Comissão de Valores Mobiliários – CVM – foi criada pela Lei nº 6.385, em 07/12/76, e ficou conhecida como a Lei da CVM, pois até aquela data faltava uma entidade que absorvesse a regulação e a fiscalização do mercado de capitais, especialmente no que se referia às sociedades de capital aberto. Fixou-se, portanto, como o órgão normativo do sistema financeiro, especificamente voltado para o desenvolvimento a disciplina e a fiscalização do mercado de valores mobiliários não emitidos pelo sistema financeiro e pelo Tesouro Nacional. Assim, a sua principal é proteger os investidores, manter a eficiência e a ordem dos mercados e aumentar a facilidade de formação de capital por parte das empresas. A Lei nº 10.303, mais popularmente conhecida como a Nova Lei das S.A., editada em 30/10/2001, em conjunto com o Decreto 3.995 e a Medida Provisória 8, consolidou e alterou os dispositivos da Lei 6.404, de 15/12/1976 – Lei das Sociedades por Ações -, e da Lei da CVM e das pequenas modificações em ambas introduzidas, anteriormente, pela Lei 9.457, de 15/05/97. Os poderes fiscalizatório e disciplinador da CVM foram ampliados para incluir as Bolsas de Mercadorias e Futuros, as entidades do mercado de balcão organizado e as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários que, da mesma forma que as Bolsas de Valores, funcionam como órgãos subordinados à fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários. Elas operam com autonomia administrativa, financeira e patrimonial e com a responsabilidade de fiscalização direta de seus respectivos membros e das operações com valores mobiliários nelas realizadas, mas, sempre, sob a supervisão da CVM”. FORTUNA, Eduardo. *Mercado financeiro: produtos e serviços*/ Eduardo Fortuna. – 20ª ed. ver. e atual. – Rio de Janeiro: Qualitymark Editora, 2015, p.23.

No que se refere à regulação das atividades desenvolvidas em Bolsas de Valores, cabe destacar a referência ao disposto na Lei 6.385/76, que em seu artigo 11 elenca importante rol de competências atribuídas ao CMN, o qual, por sua relevância, transcrevem-se:

“Art . 3º Compete ao Conselho Monetário Nacional:

I - definir a política a ser observada na organização e no funcionamento do mercado de valores mobiliários;

II - regular a utilização do crédito nesse mercado;

III - fixar, a orientação geral a ser observada pela Comissão de Valores Mobiliários no exercício de suas atribuições;

IV - definir as atividades da Comissão de Valores Mobiliários que devem ser exercidas em coordenação com o Banco Central do Brasil.

V - aprovar o quadro e o regulamento de pessoal da Comissão de Valores Mobiliários, bem como fixar a retribuição do presidente, diretores, ocupantes de funções de confiança e demais servidores. (Inciso Incluído Pela Lei nº 6.422, de 8.6.1977)

VI - estabelecer, para fins da política monetária e cambial, condições específicas para negociação de contratos derivativos, independentemente da natureza do investidor, podendo, inclusive: (Incluído pela Lei nº 12.543, de 2011)

a) determinar depósitos sobre os valores nominais dos contratos; e (Incluído pela Lei nº 12.543, de 2011)

b) fixar limites, prazos e outras condições sobre as negociações dos contratos derivativos. (Incluído pela Lei nº 12.543, de 2011)

§ 1º Ressalvado o disposto nesta Lei, a fiscalização do mercado financeiro e de capitais continuará a ser exercida, nos termos da legislação em vigor, pelo Banco Central do Brasil. (Incluído pela Lei nº 12.543, de 2011)

§ 2º As condições específicas de que trata o inciso VI do **caput** deste artigo não poderão ser exigidas para as operações em aberto na data de publicação do ato que as estabelecer. (Incluído pela Lei nº 12.543, de 2011)”.

Como se verifica, o CMN<sup>69</sup> exerce função deliberativa sobre o mercado de capitais, como também estabelece os procedimentos de caráter gerais a serem observados pela Comissão de Valores Mobiliários, inclusive definindo as atividades que devem ser exercidas em conjunto com o Banco do Brasil, instituição também pertencente ao SFN.

É, portanto, órgão da maior relevância na aplicação de medidas de proteção e oferta de maior confiabilidade à preservação do mercado de

<sup>69</sup> Araújo, Danilo Borges B.S. (org.) Regulação brasileira do mercado de capitais. São Paulo : Saraiva, 2015. – (Coleção direito, desenvolvimento e justiça), p. 156-157.

capitais, o que está permeado pela defesa ampla do interesse público existente nesse ambiente financeiro e econômico.

#### 1.2.1.1.2- Banco Central do Brasil

O Banco Central do Brasil – BACEN<sup>70</sup> foi criado pela Lei nº 4.595, de 31/12/64, sob a forma de autarquia federal vinculada ao Ministério da Fazenda e dotado de natureza de instituição financeira pública<sup>71</sup>. Sua criação adveio de instituição pública anterior, a Superintendência da Moeda e do Crédito – SUMOC.<sup>72</sup>

Entre outras relevantes atribuições, o BACEN exerce a função de principal agente de execução das deliberações emanadas do Conselho Monetário Nacional<sup>73</sup>. No que se refere pontualmente ao mercado de capitais, cumpre ressaltar a competência para “vigiar a interferência de outras empresas nos mercados financeiros e de capitais”, incumbência que resulta em procedimento direto e expresse de regulação, denotando, especialmente, a participação e o interesse do Estado na preservação social e econômica de seu ambiente financeiro.

De fato<sup>74</sup>, “o BACEN é um agente fiscalizador de disciplinador do mercado financeiro, definindo regras, limites e condutas das instituições que operam no mercado”, ou seja, um agente público investido de função de

---

<sup>70</sup> O Banco Central do Brasil foi constituído pela Lei nº 4.595, de 31/12/64, nos seguintes termos: “Art. 8º A atual Superintendência da Moeda e do Crédito é transformada em autarquia federal, tendo sede e foro na Capital da República, sob a denominação de Banco Central da República do Brasil, com personalidade jurídica e patrimônio próprios este constituído dos bens, direitos e valores que lhe são transferidos na forma desta Lei e ainda da apropriação dos juros e rendas resultantes, na data da vigência desta lei, do disposto no art. 9º do Decreto-Lei número 8495, de 28/12/1945, dispositivo que ora é expressamente revogado”.

<sup>71</sup> Conforme informações constantes no site do BACEN: <https://www.bcb.gov.br/pre/composicao/bacen.asp>, acesso em 05/03/2017.

<sup>72</sup> Lei nº 4.595/64, art. 8º “ Art. 8º A atual Superintendência da Moeda e do Crédito é transformada em autarquia federal, tendo sede e foro na Capital da República, sob a denominação de Banco Central da República do Brasil, com personalidade jurídica e patrimônio próprios este constituído dos bens, direitos e valores que lhe são transferidos na forma desta Lei e ainda da apropriação dos juros e rendas resultantes, na data da vigência desta lei, do disposto no art. 9º do Decreto-Lei número 8495, de 28/12/1945, dispositivo que ora é expressamente revogado”.

<sup>73</sup> Araújo, Danilo Borges B.S. (org.) Regulação brasileira do mercado de capitais. São Paulo : Saraiva, 2015. – (Coleção direito, desenvolvimento e justiça), p. 156.

<sup>74</sup> Ibidem. p. 156-157.

normatizar, organizar, fiscalizar, autorizar, intervir e, no geral, executar deliberações de CMN, como antes registrado.

Trata-se de a função caracterizada reguladora do BACEN, conquanto não tenha a natureza jurídica de agência reguladora típica, porque desempenha “funções reguladoras normativas” assemelhadas a elas.<sup>75</sup>

Portanto, é amplamente justificada a presença do BACEN no Sistema Financeiro Nacional, notadamente no que se refere à regulação do mercado de valores mobiliários, matéria essencial à reflexão sobre as manobras hostis de aquisição de controle, tema fim desse estudo.

Sem prejuízo da concepção ora apresentada, registra-se que, antes da edição da Lei 6.385/76, a fiscalização do mercado financeiro e de capitais era conferida ao BACEN, cuja ineficácia nesse mister, porém, acabou por configurar a necessidade de um órgão próprio de fiscalização do mercado de capitais, o que ocorreu com instituição da CVM.<sup>76</sup>

#### **1.2.1.1.3. Comissão de Valores Mobiliários (CVM)**

A Lei 6.385, de 07/12/76, criou a Comissão de Valores Mobiliários<sup>77</sup> com a condição jurídica de autarquia federal especial vinculada ao Ministério da Fazenda. Os mecanismos de atuação no mercado conferidos à CVM foram

---

<sup>75</sup> AGUILLAR, Fernando Herren. Direito Econômico do direito internacional ao direito supranacional. São Paulo : Atlas, 2006. p. 204.

<sup>76</sup> Sobre a fiscalização específico do mercado de capitais exercida pelo BACEN, observa Araujo: “Anteriormente à Lei n. 6.385/76, a fiscalização dos mercados financeiros e de capitais também era de competência do BACEN. Em relação à antiga competência de fiscalização do mercado de capitais, REQUIÃO afirma que a ‘ineficiência do Banco Central do Brasil neste setor, como órgão regulador e disciplinador, foi clamorosa. Sua impassividade e incompreensão para o drama nacional [a crise após o boom bolsista de 1971] que então se desenrolou permitiram estimular a despudorada pilhagem da poupança de milhões de brasileiros inermes, a que não escapou nem mesmo a ingenuidade e inexperiência da classe proletária”. Conclui o autor que tal contribuiu para a criação de um órgão regulador próprio, a Comissão de Valores Mobiliários, à semelhança da concepção inserta na *Securities and Exchange Commission* norte-americana”. Araújo, Danilo Borges B.S. (org.) Regulação brasileira do mercado de capitais. São Paulo: Saraiva, 2015. – (Coleção direito, desenvolvimento e justiça), p. 159-160.

<sup>77</sup> A Lei 6.385, de 07/12/76, que “Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários”, assim dispôs ao instituir a CVM: “Art. 5º É instituída a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária. (Redação dada pela Lei nº 10.411, de 26.2.2002)”.

concebidos com inspiração nos mecanismos norte-americanos existentes no *Securities and Exchange Commission*<sup>78</sup>, no qual o princípio maior de regência é a disponibilização e transparência de informações aos atores do mercado de capitais<sup>79</sup>.

Da mesma forma, a formação da CVM também se embasou na concepção de *disclosure*<sup>80</sup> (*transparência*), que pressupõe uma política regulatória de absoluta exposição e disponibilização de informações vitais para o sucesso das operações no mercado de capitais. Trata-se, assim, de política de transparência voltada à garantia de maior acessibilidade às informações relevantes aos investidores e às operações mobiliárias de compra e venda.

Consiste em órgão deliberativo de natureza colegiada, sendo composto por um Presidente e quatro diretores indicados pelo Presidente da República, todos com mandato de cinco anos. Esses dirigentes não são demissíveis ordinariamente (*ad nutum*), e somente perderão o mandato em caso de renúncia, de condenação judicial transitada em julgado ou de processo administrativo disciplinar.<sup>81</sup>

Essa agudez formal é coerente com a intenção legislativa de conferir à CVM autonomia em amplo aspecto, em benefício da transparência e

---

<sup>78</sup> ARAÚJO, Danilo Borges B.S. (org.) Regulação brasileira do mercado de capitais. São Paulo: Saraiva, 2015. – (Coleção direito, desenvolvimento e justiça), p. 163-164.

<sup>79</sup> Observa Dubeux que: “Em linhas gerais, o Securities Act of 1933 teve como objetivo fundamental exigir das companhias, e consequentemente fornecer aos investidores, a prestação de todas as informações (*disclosure*) necessárias para a avaliação das ofertas públicas de venda de títulos. Proibiu também com rigor as práticas fraudulentas nessas vendas. (...)”. DUBEUX, Julio Ramalho. A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios no Mercado de Capitais Brasileiro. Porto Alegre: Sérgio Antonio Fabris, 2006. p. 140.

<sup>80</sup> DUBEUX, Julio Ramalho. A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios no Mercado de Capitais Brasileiro. Porto Alegre: Sérgio Antonio Fabris, 2006. p. 43.

<sup>81</sup> A Lei 6.385/76 regula de modo específico a formação do corpo de dirigentes da CVM: “Art. 6º A Comissão de Valores Mobiliários será administrada por um Presidente e quatro Diretores, nomeados pelo Presidente da República, depois de aprovados pelo Senado Federal, dentre pessoas de ilibada reputação e reconhecida competência em matéria de mercado de capitais. (Redação dada pela Lei nº 10.411, de 26.2.2002) (Regulamento) § 1º O mandato dos dirigentes da Comissão será de cinco anos, vedada a recondução, devendo ser renovado a cada ano um quinto dos membros do Colegiado. (Redação dada pela Lei nº 10.411, de 26.2.2002) § 2º Os dirigentes da Comissão somente perderão o mandato em virtude de renúncia, de condenação judicial transitada em julgado ou de processo administrativo disciplinar. (Redação dada pela Lei nº 10.411, de 26.2.2002) § 3º Sem prejuízo do que prevêem a lei penal e a lei de improbidade administrativa, será causa da perda do mandato a inobservância, pelo Presidente ou Diretor, dos deveres e das proibições inerentes ao cargo. (Redação dada pela Lei nº 10.411, de 26.2.2002)”.

imparcialidade que devem orientar os atos administrativos que pratica. Tal instituição possui, assim, a finalidade essencial de regular o mercado de capitais brasileiro, sendo responsável<sup>82</sup> por um conjunto de atribuições expressamente previsto na Lei 6.385/76, em sua maioria direcionadas à aplicação e fiscalização das normas pertinentes.

No exercício de sua competência, de tal modo, a CVM exerce funções de diferentes naturezas, como a de fiscalização e a de deliberação. Vale ressaltar algumas dessas atribuições:

(i) Fiscalizatória: compete à CVM preservar o fiel cumprimento das normas reguladoras do mercado de capitais<sup>83</sup>. Essas normas, resultantes de lei ou de origem administrativa, produzidas, por exemplo, pelo Conselho Monetário Nacional, pelo Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP) ou ainda pelo Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPIC), pretendem inibir ou impedir a adoção de condutas que possam resultar em prejuízo à lisura e boa-fé que deve permear qualquer ato financeiro<sup>84</sup>, praticado no ambiente do mercado de ações ou até mesmo fora dele. Essa atuação da CVM funda-se no poder de polícia que lhe é deferido, com reflexos antecedem ou sucedem os atos negociais realizados no mercado de capitais, como retrata a jurisprudência judicial<sup>85</sup> sobre a matéria.

---

<sup>82</sup> DUBEUX, Julio Ramalho. A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios no Mercado de Capitais Brasileiro. Porto Alegre: Sérgio Antonio Fabris, 2006. p. 19.

<sup>83</sup> Anota Araujo que a CVM “deve fiscalizar de forma permanente as atividades e serviços do mercado de valores mobiliários, a veiculação de informações relativas ao mercado, aos seus agentes e aos valores negociados”. ARAÚJO, Danilo Borges B.S. (org.) Regulação brasileira do mercado de capitais. São Paulo: Saraiva, 2015. – (Coleção direito, desenvolvimento e justiça), p. 169.

<sup>84</sup> A atividade fiscalizatória desempenhada pela CVM pode resultar, também, no exercício de sua competência punitiva, quando identificada a prática de atos infracionais. Conforme dispõe a Lei nº 6.383/76, art. 8º: “Compete à Comissão de Valores Mobiliários: I - regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações; II - administrar os registros instituídos por esta Lei; III - fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados; IV - propor ao Conselho Monetário Nacional a eventual fixação de limites máximos de preço, comissões, emolumentos e quaisquer outras vantagens cobradas pelos intermediários do mercado; V - fiscalizar e inspecionar as companhias abertas dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório”.

<sup>85</sup> “PROCESSUAL CIVIL E TRIBUTÁRIO. EMBARGOS À EXECUÇÃO. MULTA APLICADA PELA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. EMPRESA DE CAPITAL ABERTO. NÃO APRESENTAÇÃO DE DOCUMENTOS. LEGALIDADE DA MULTA. SENTENÇA MANTIDA. 1.

(ii). Punitiva: a função punitiva reservada à CVM encontra previsão expressa no art. 11 da Lei 6.385/76, que lhe atribui competência para impor penalidades aos que infringem os ditames da lei, havendo também enumeração das penalidades que, gradativamente, poderão ser aplicadas.<sup>86</sup>

Vale destacar que<sup>87</sup> a CVM está autorizada a aplicar penalidades administrativas aos operadores do mercado de capitais que violarem a Lei 6.385/76, a Lei 6.404/76 e os atos normativos expedidos pela própria CVM. Trata-se do exercício de poder de polícia, sob a chancela expressa da Lei 6.385/76.

(iii). Normativa: A função normativa exercida pela CVM, entre outras, ocorre, pela prática de dois atos administrativos de grande relevância, quais sejam o registro de companhia aberta e o registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários.

---

O fato de alegar não mais se enquadrar como capital aberto não implica deixar a apelante de sujeitar-se às disposições legais, notadamente porque dependeria de requerimento para que a própria Comissão de Valores Mobiliários avaliasse sua condição jurídica. Enquanto permaneceu cadastrada na CVM como empresa de capital aberto, estava sujeita a todas as obrigações legais, entre as quais a de prestar informações e esclarecimentos, sob pena de multa. 2. A penalidade se encontra expressamente prevista no § 2º do art. 11 da Lei 6.385/1976 e se aplica a todas as infrações, às obrigações previstas no mesmo diploma normativo, inclusive aquelas previstas no art. 9º. A interpretação sistemática dos dois dispositivos revela que foi observado o princípio da legalidade estrita na definição das infrações administrativas sujeitas a pena de multa, conforme o art. 37 da Constituição Federal. 3. Apelação a que se nega provimento". (AC 0011301-84.1998.4.01.3900 / PA, Rel. DESEMBARGADOR FEDERAL JOSÉ AMILCAR MACHADO, SÉTIMA TURMA, e-DJF1 de 16/09/2016)

<sup>86</sup> Lei 6.385/76, art. 11: "Art. 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da lei de sociedades por ações, das suas resoluções, bem como de outras normas legais cujo cumprimento lhe incumba fiscalizar, as seguintes penalidades: I - advertência; II - multa; III - suspensão do exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 5.5.1997) IV - inabilitação temporária, até o máximo de vinte anos, para o exercício dos cargos referidos no inciso anterior; (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 5.5.1997) V - suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata esta Lei; VI - cassação de autorização ou registro, para o exercício das atividades de que trata esta Lei; (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 5.5.1997) VII - proibição temporária, até o máximo de vinte anos, de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; (Incluído pela Lei nº 9.457, de 5.5.1997) VIII - proibição temporária, até o máximo de dez anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários. (Incluído pela Lei nº 9.457, de 5.5.1997)".

<sup>87</sup> DUBEUX, Julio Ramalho. A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios no Mercado de Capitais Brasileiro. Porto Alegre : Sérgio Antonio Fabris, 2006. p. 91.

Esses registros<sup>88</sup> são a principal forma de aplicação do método de ampla disponibilização de informações (*disclosure*) aos participantes do mercado de capitais.

Importante frisar que as ofertas públicas de aquisição de distribuição e aquisição de valores representa um dos principais instrumentos utilizados nas operações de aquisições hostis de sociedades anônimas. Caso uma regulação estatal efetivamente seja necessário neste âmbito, a função normativa da CVM proverá, decerto, o arcabouço legal apropriado à devida positivação da matéria.

d) Amicus Curie: A CVM possui a prerrogativa de ser intimada, na condição de *amicus curie*, em qualquer processo que tenha por objeto matéria que esteja inserida em sua competência.

Esta possibilidade decorre do previsto no art. 31 da Lei 6.385/76, que lhe garante esse direito, como se verifica:

“Art. 31 - Nos processos judiciais que tenham por objetivo matéria incluída na competência da Comissão de Valores Mobiliários, será esta sempre intimada para, querendo, oferecer parecer ou prestar esclarecimentos, no prazo de quinze dias a contar da intimação. (Incluído pela Lei nº 6.616, de 16.12.1978)”.

Mostra-se coerente a presunção de que a atuação das instituições intermediadoras nas operações de compra e venda de ativos na Bolsa de Valores atende, entre outras funções, à finalidade regulatória.

Em razão da impossibilidade de as companhias participarem de modo direito no mercado de capitais para realizarem a oferta pública de seus valores mobiliários, e em consequência precisarem da intermediação de uma instituição financeira especializada<sup>89</sup>, construiu-se a concepção de “Underwritng”<sup>90</sup>, que representa o conjunto de instituições que, de modo organizado são responsáveis pela disponibilização, no cenário da bolsa de

---

<sup>88</sup> Ibidem. p. 51.

<sup>89</sup> IZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de capitais – regime jurídico. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 8.

<sup>90</sup> “É uma operação realizada por uma instituição financeira mediante a qual, sozinha ou organizada em consórcio, subscreve títulos de emissão por parte de uma empresa, para posterior revenda ao mercado. A instituição financeira subscreve somente as sobras da emissão, nos casos em que a lei brasileira assegura aos acionistas o direito de preferência à subscrição das novas ações a serem emitidas, na proporção das ações que possuírem na época”. Disponível em <<http://www.bovesba.com.br/gu.asp>>. Acesso em 05/05/2017.



valores, pela atividade de intermediação de colação direta aos investidores dos ativos oferecidos pelas companhias.<sup>91</sup>

Assim, a instituição financeira responsável pela oferta pública dos valores mobiliários oferecidos pela sociedade que participa do mercado de capitais exerce uma função de intermediação na captação dos recursos das companhias que serão disponibilizados à negociação no mercado de valores mobiliários.<sup>92</sup>

Por conseguinte, tem-se que, por meio de seus instrumentos normativos, executivos e judicantes (penalizadores), a CVM constitui-se no principal órgão de regulação do mercado de capitais, exercendo a competência que lhe garante a Lei 6.385/76.

### **1.2.2. Autorregulação - Regulação realizada pelos próprios agentes do mercado**

Conjuntamente à regulação realizada pelas instituições públicas, os próprios participantes do mercado de capitais também exercem função reguladora de boas práticas, organização, transparência e exposição de informações.

Tal conduta configura o procedimento de autorregulação, a ser exercida por um agente regulador<sup>93</sup>, a exemplo do que se verifica com BM&FBOVESPA, que desempenha essa função por imposição legal, em relação às corretoras, agindo como órgão auxiliar da CVM, e ainda exerce a autorregulação de modo diverso, quando dirige-se às companhias.

Neste prisma, aduz-se que a autorregulação<sup>94</sup> pode ser entendida como as atividades de *“normatização e fiscalização por parte dos próprios membros do mercado, organizados em instituições ou associações privadas, de suas atividades com vistas à manutenção de elevados padrões éticos”*.

---

<sup>91</sup> IZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de capitais – regime jurídico. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 10.

<sup>92</sup> IZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de capitais – regime jurídico. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 11.

<sup>93</sup> Araújo, Danilo Borges B.S. (org.) Regulação brasileira do mercado de capitais. São Paulo: Saraiva, 2015. – (Coleção direito, desenvolvimento e justiça), p. 177-178.

<sup>94</sup> Araújo, Danilo Borges B.S. (org.) Regulação brasileira do mercado de capitais. São Paulo: Saraiva, 2015. – (Coleção direito, desenvolvimento e justiça), p. 176.

Ainda que a autorregulação não seja eventualmente objeto de um conceito único<sup>95</sup>, é possível a dedução de que, nessa espécie de regulação, tal procedimento predomina a atuação das instituições de natureza privada (a exemplo das associações de classe de participantes do mercado de capitais), que produzem a atividade de regulação em conjunto às instituições públicas, e colimam o mesmo objetivo, qual seja o de conferir maior confiabilidade e eficácia às operações realizadas no mercado de capitais.

Como exemplo de entidades capazes de promoverem atos de autorregulação, relaciona-se as seguintes instituições<sup>96</sup>:

a) Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo - BM&FBOVESPA<sup>97</sup>

A Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA era a bolsa de valores oficial do Brasil, na verdade, a única bolsa de valores, de sua natureza, em atuação no país. Em 08/05/2008, no entanto, concretizou-se um processo de fusão da Bolsa de Mercadorias e Futuros – BM& F com a BOVESPA, do qual resultou uma nova instituição, a Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo. A BM&FBOVESPA está no pleno exercício de suas funções institucionais, inclusive no que se refere à autorregulação.

É possível, ainda, mencionar outras instituições de natureza privada que são capazes de promover atos de autorregulação em diferentes segmentos do mercado de valores mobiliários, a seguir ilustrados:

(iv) CETIP: Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos, atualmente **CETIP** S.A. – Mercados Organizados.<sup>98</sup>

(ii) ANBIMA: Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais.

---

<sup>95</sup> Op. Cit. p. 176.

<sup>96</sup> Araujo, Danilo Borges B.S. (org.) Regulação brasileira do mercado de capitais. São Paulo: Saraiva, 2015. – (Coleção direito, desenvolvimento e justiça), p. 175-186.

<sup>97</sup> Sobre a questão, registra Araujo que “ Em 2008, a Bovespa integrou suas operações à Bolsa de Mercadorias & Futuros, dando origem à BM&FBOVESPA, principal instituição brasileira de intermediação para operações do mercado de capitais”. Araujo, Danilo Borges B.S. (org.) Regulação brasileira do mercado de capitais. São Paulo: Saraiva, 2015. – (Coleção direito, desenvolvimento e justiça), p. 176.

<sup>98</sup> Araujo, Danilo Borges B.S. (org.) Regulação brasileira do mercado de capitais. São Paulo : Saraiva, 2015. – (Coleção direito, desenvolvimento e justiça), p.

(iii) APIMEC: Associação dos analistas e profissionais de investimento do mercado de capitais.

(iv) ANCORD: Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadorias.

A despeito de diversas instituições de natureza de direito privado serem capazes de emitir atos voltados à regulação do próprio ambiente jurídico em que se inserem, a intenção neste ponto do estudo é tão somente apontar de modo sumário as modalidades possíveis de regulação, bem como os agentes aptos a promoverem tais atos.

### **1.2.3. Entidades de Recomendação**

Algumas entidades<sup>99</sup> que atuam no mercado de capitais com a intenção de preservar a aplicação de boas práticas corporativas não podem formalmente ser incluídas no rol das instituições públicas de regulação, e tampouco lhes pode ser atribuída as características próprias das instituições de exercem a autorregulação.

Assim, tem-se um terceiro grupo<sup>100</sup> de entidades que atuam na regulamentação (em sentido amplo) das operações realizadas no mercado de capitais, às quais nominou de “entidades de recomendação”, em razão da natureza e propósito das informações que produzem.

Neste âmbito, restam relacionadas essas instituições:

(i) ABRASCA: Associação Brasileira de Companhias Abertas.

(ii) AMEC: Associação de Investidores no Mercado de Capitais.

(iii) CODIM: Comitê de Orientação para Divulgação de Informações ao Mercado.

(iv) CPC: Comitê de Pronunciamentos Contábeis.

(v) IBGC: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa.

(vi) IBRACON: Instituto de Auditores Independentes do Brasil.

---

<sup>99</sup> Araújo, Danilo Borges B.S. (org.) Regulação brasileira do mercado de capitais. São Paulo : Saraiva, 2015. – (Coleção direito, desenvolvimento e justiça), p. 150.

<sup>100</sup> Cf. Araújo. Ibidem. p. 155.

(vii) IBRI: Instituto Brasileiro de Relação de Investidores.

Com isso, as premissas atinentes à regulação se mostram suficientemente exploradas, tendo-se em vista o objetivo de concatenar os modelos regulatórios com a matéria de alienação hostil de sociedade anônima, e as medidas defensivas opostas contra essas manobras.

Procede-se, por conseguinte, ao estudo do poder de controle, das modalidades de alienação hostil desse poder de controle e das medidas defensivas já mencionadas.

### 1.3 Da governança corporativa

Tendo sido explicitada a base regulatória do mercado de capitais, cumpre desenvolver o conceito de governança corporativa para que a criação da Nova Bolsa reste depreendida.

O poder de controle da sociedade anônima é prerrogativa essencial à condução ideal da sua atividade econômica. As companhias são sociedades jurídicas organizadas de forma orgânica, disposição que lhes garante complexidade e estruturas de exponencial dimensão.<sup>101</sup>

Em suma, os órgãos obrigatórios da sociedade anônima são a Assembleia Geral, a Diretoria e o Conselho Fiscal, enquanto que o Conselho de Administração consiste em órgão de criação facultativa. Tais órgãos, vale mencionar, possuem uma relação hierárquica entre si, sendo que a Assembleia Geral exerce o poder majoritário no âmbito interno da sociedade anônima e é responsável pela tomada de decisões da sociedade, assumindo ingerência na orientação que a companhia assume.<sup>102</sup>

---

<sup>101</sup> “ Ao contrário do que sucede nos demais tipos societários, a economia interna da sociedade anônima não é deixada à livre decisão dos seus fundadores ou acionistas. O legislador discriminou poderes-funções considerados fundamentais, atribuindo-os a órgãos próprios, insuprimíveis e inconfundíveis: o poder-função deliberante à assembleia geral, o poder-função administrativo à diretoria, o poder-função sindicante ao conselho fiscal. A liberdade negocial dos particulares, na organização de uma companhia, é, pois, limitada pelo respeito a essa estrutura básica”. COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2008, p. 30.

<sup>102</sup> “A Assembleia Geral é a reunião de acionistas para a deliberação de matéria de interesse para a sociedade. Essa reunião deve ser convocada e instalada na forma da lei e do estatuto, existindo assembleias que obrigatoriamente se realizam em determinadas épocas do exercício social (assembleias gerais ordinárias) e outras que apenas se efetuam quando se tornarem necessárias. Sendo a sociedade anônima composta de uma coletividade de pessoas

A Diretoria é órgão da companhia essencialmente responsável pela implementação do estatuto social, bem como das decisões deliberadas nas assembleias, sejam estas gerais ou extraordinárias. Consiste, assim, em órgão de natureza nomeadamente executiva, e, conforme já se mencionou, exerce a função administrativa nas sociedades anônimas.

O Conselho de Administração é um órgão de criação facultativa, sendo que a lei estabelece as hipóteses em que a sua criação é obrigatória. Como o presente estudo versa exclusivamente sobre as sociedades anônimas de capital aberto, sua criação, *in casu*, é obrigatória, conforme disposição dos artigos 138, § 2º, e 239 da Lei nº 6.404/76.<sup>103</sup>

Tal órgão funciona na sociedade anônima de capital aberto como uma estrutura intermediária à Assembleia Geral e à Diretoria, garantindo dinamicidade às decisões deliberadas pelos acionistas votantes participantes de Assembleias e os efetivos administradores da Diretoria<sup>104</sup>.

Nesta senda, vale frisar que a possibilidade de negociação de valores mobiliários no mercado de capitais, faculdade típica das companhias de capital

---

interessadas na realização do seu objeto, a lei determina modos precisos para a convocação e instalação dessas reuniões, inclusive dispondo sobre o modo e condições de funcionamento da assembleia. Assim certas deliberações só poderão ser tomadas estando presentes à assembleia acionistas que representem determinada parcela do capital, já que nessas sociedades é adotado o princípio da maioria de capitais, não tendo importância as pessoas dos sócios". MARTINS, Fran. *Curso de direito comercial: empresa comercial, empresários individuais, microempresas, sociedades comerciais, fundo de comércio*. Ed. ver. e atual. – Rio de Janeiro, 2007, p. 348.

<sup>103</sup> O capítulo XII da Lei nº 6.404/76, ao apresentar o Conselho de Administração e Diretoria, registra que esses órgãos são responsáveis pela administração da sociedade, já que atribui à introdução da Seção I o título de "Administração da Companhia". Neste sentido, confira-se a redação dos artigos 138 e 139: "Art. 138. A administração da companhia competirá, conforme dispuser o estatuto, ao conselho de administração e à diretoria, ou somente à diretoria. § 1º O conselho de administração é órgão de deliberação colegiada, sendo a representação da companhia privativa dos diretores. § 2º As companhias abertas e as de capital autorizado terão, obrigatoriamente, conselho de administração. Art. 139. As atribuições e poderes conferidos por lei aos órgãos de administração não podem ser outorgados a outro órgão, criado por lei ou pelo estatuto". Disponível em <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm)>. Acesso em 20/04/2017.

<sup>104</sup> "O conselho de administração, órgão de deliberação, na verdade é intermediário entre a assembleia-geral e a diretoria. Muitas das funções da antiga concepção de poderes de assembleia-geral, dado o absenteísmo dos acionistas e desinteresse pelas reuniões de assembleia, foram pela teoria moderna transferidos para o conselho de administração, pois, ele, na teoria e na prática, efetivamente acolhe os acionistas controladores. Daí a competência ampla do conselho de administração que, como componente do órgão de execução, estabelece a política econômica, social e financeira a ser seguida pela sociedade, e exerce permanente vigilância sobre os executivos lotados na diretoria". REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito comercial*. v. 2, 20ª ed. São Paulo: Saraiva, 1995, p. 158.

aberto, demanda maior organização e sinergia entre os órgãos deliberativos e administrativos societários, motivo pelo qual o Conselho de Administração adquire destacada relevância nessa espécie societária.

Por derradeiro, cita-se o Conselho Fiscal como último órgão inerente à companhia de capital aberto, instância responsável, em suma, pela fiscalização das atividades deliberada e assumidas pela Assembleia e pela Diretoria em atuação conjunta com o Conselho de Administração. Recorrendo-se à classificação previamente disposta, trata-se de órgão que exerce a função sindicante das sociedades anônimas.<sup>105</sup>

Tendo sido apontados os órgãos societários típicos das companhias de capital aberto, tem-se por certo que a harmonia de tais órgãos societários é elemento essencial à consolidação de uma *governança corporativa* desejável. Segundo a definição atribuída a este termo pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa:

“Governança corporativa é o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas.

As boas práticas de governança corporativa convertem princípios básicos em recomendação objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor econômico de longo prazo da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para a qualidade da gestão da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para a qualidade, sua longevidade e o bem comum”.<sup>106</sup>

Como visto, a consolidação de uma governança corporativa ressonante no âmbito das companhias pode garantir uma otimização do seu valor econômico, facilidade no acesso a recursos patrimoniais essenciais à sua atividade econômica, e um aumento da qualidade da gestão orgânica da sociedade. Trata-se de meta desejável, e corresponde ao modelo que tanto os

<sup>105</sup> “Nas sociedades não-empresárias, onde o elemento *affectio societatis* é prevalente, a fiscalização dos negócios sociais se faz pelos próprios sócios, que poderão, inclusive, manusear os livros da sociedade, a teor do art. 1.021 do Código Civil. Nas sociedades anônimas, institucionais, a fiscalização é feita por meio do Conselho Fiscal, órgão que constitui um dos poderes da sociedade, incumbido de examinar a marcha dos negócios e se manifestar sobre os assuntos mais importantes afetos aos atos de administração”. MARTINS, Fran. *Curso de direito comercial: empresa comercial, empresários individuais, microempresas, sociedades comerciais, fundo de comércio*. Ed. ver. e atual. – Rio de Janeiro, 2007, p. 368.

<sup>106</sup> Disponível em: <[www.icbg.org.br/index.php/governanca-corporativa](http://www.icbg.org.br/index.php/governanca-corporativa)>. Acesso em 22 de março de 2017.

controladores de sociedades como a própria sociedade civil organizada como uma unidade almejam.

Ao mesmo tempo, pode-se desenvolver o conceito de governança corporativa registrado pela CVM:

“A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) conceitua governança corporativa como o conjunto de práticas que tem por finalidade melhorar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, por exemplo, investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. Segundo essa definição, a análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolver principalmente: transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas”.<sup>107</sup>

Essencial frisar que a implementação de uma governança corporativa não é motivada por uma noção de moralismo, conscientização e nobreza insurgente aos empresários, ou à sociedade moderna, mas sim de uma necessidade de adaptação comercial a novas demandas mercadológicas.

Isso porque a otimização da governança societária e da condução da atividade empresarial promovida pelas companhias abertas têm gerado um crescimento econômico do mercado brasileiro, já que o aumento do valor das sociedades anônimas impulsiona o mercado de capitais, que por consequência proporciona condições mais benéficas de financiamento de agentes econômicos.<sup>108</sup>

---

<sup>107</sup> DA SILVA, André Luiz Carvalho. *Governança corporativa e sucesso empresarial: melhores práticas para aumentar o valor da firma*. 2ª. ed. – São Paulo: Saraiva, 2014, p. 5.

<sup>108</sup> DA SILVA, André Luiz Carvalho explana o panorama atual da governança corporativa no ordenamento jurídico brasileiro: “Nos últimos anos, a evolução das práticas de governança corporativa tem se intensificado bastante em nosso País, impulsionada pela abertura da economia, pelo aumento de investimentos estrangeiros, pelo processo de privatização de empresas estatais e pelo crescente número de empresas brasileiras com acesso aos mercados internacionais. Destacam-se diversas iniciativas de estímulo e de aperfeiçoamento ao modelo de governança das empresas no Brasil entre elas a criação do Novo Mercado da Bovespa, a nova Lei das Sociedades por Ações, o Código do IBGC, as recomendações da CVM e o ativismo do BNDES e dos fundos de pensão. No entanto, embora se tenha desenvolvido bastante, o movimento de governança corporativa no Brasil ainda é reflexo da situação econômica dos últimos anos caracterizada por uma taxa de juros elevada e pela falta de uma cultura de mercado de capitais, o que se evidencia pelo baixo investimento em ativos de renda variável realizado pelo país. (...) O desenvolvimento do mercado de capitais está na raiz da expansão de economias saudáveis, pois um mercado de capitais forte significa mais crescimento econômico, como uma alternativa viável para financiar a expansão das empresas. Nos últimos anos, menos de 10 % dos investimentos feitos por companhias de capital aberto no Brasil foram tomados no mercado acionários; o restante veio de empréstimos bancários ou foi suportado com capital próprio, erado pelos lucros obtidos com a atividade empresarial. O fortalecimento do mercado de capitais tem relação direta com a retomada do ciclo de

Assim, o conceito de governança corporativa se mostra intrínseco ao tema ora discutido, já que sua implementação viabiliza a otimização do principal escopo da companhia de capital aberto, qual seja a especulação, ou seja, a busca de lucro em sua atividade.

Logicamente, a implementação de uma governança corporativa adaptada às exigências mercadológicas modernas depende do exercício do poder de controle societário, a fim de que a direção assumida pela sociedade seja unívoca e voltada à otimização da atividade comercial. O total foco da companhia em seu objetivo de auferir lucro, por sua vez, proporcionará aos investidores do mercado de capitais segurança em suas transações, visto que a estrutura societária responsável pela emissão do título mobiliário terá sua organização orgânica maximizada em conformidade com a legislação que regula a compra e venda de ações.

Além desses efeitos, resta essencial registrar que outros resultados práticos advêm da implementação da governança corporativa, nomeadamente na instauração de uma nova estrutura regulatória no âmbito do mercado de capitais, qual seja a Nova Bolsa de Valores, a seguir explorada.

#### **1.4. Da nova bolsa de valores: efeitos práticos da implementação de uma governança corporativa**

A Nova Bolsa de Valores não deixa de ser um ambiente de negociação de valores mobiliários da mesma forma que a bolsa de valores já demonstrada. No entanto, o Novo Mercado:

“(...) é um segmento de listagem de títulos da Bolsa destinado à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometerem, voluntariamente, com a adoção de boas

---

crescimento no País, com aumento de investimento e da criação de empregos diretos e indiretos. O mercado acionário é hoje uma sombra do que poderia representar em termos de financiamento da produção e de incentivo a novos investimentos. Nesse contexto, é importante investir em boas práticas de governança corporativa, pois reduz o custo de capital, aumenta o valor da empresa e, conseqüentemente, o retorno para seus acionistas, além de ser medida salutar para fortalecer o mercado de capitais nacionais”. DA SILVA, André Luiz Carvalhal. *Governança corporativa e sucesso empresarial: melhores práticas para aumentar o valor da firma*/ André Luiz Carvalhal da Silva. – 2. ed. – São Paulo: Saraiva, 2014, p. 89-90.



práticas de governança corporativa e *disclosure* adicional, em relação que é normalmente exigido pela legislação”.<sup>109</sup>

Logo, com o estabelecimento, por parte da BM&FBovespa, de um rol de exigências aplicáveis ao Novo Mercado, as sociedades integrantes de tal sistema serão referenciadas como aderentes do Novo Mercado, posicionamento que lhes garante maior valor econômico, e melhores relações perante investidores e *stakeholders* em geral.

O nível de adesão ao programa do Novo Mercado, por sua vez, prevê específicas classificações: as empresas de níveis 1, 2 e as de nível maximizado, sendo estas denominadas puramente de Novo Mercado, termo homônimo à própria bolsa de valores em questão. Quanto maior o nível da empresa na classificação do Novo Mercado, maior segurança ao investidor no ato de promoção de transações com tais companhias.

Todas as espécies societárias dispendidas pelo ordenamento jurídico brasileiro são capazes de implementar políticas de governança corporativa, embora nem todas as espécies exerçam necessariamente uma atividade de natureza empresarial. Presume-se que as sociedades simples, ao assumirem políticas benéficas de governança corporativa, buscam, da mesma forma, otimizar os seus objetos societários, atribuindo maior valor aos seus bens ou serviços.

---

<sup>109</sup> FORTUNA, Eduardo. *Mercado financeiro: produtos e serviços*. 20ª ed. ver. e atual. – Rio de Janeiro: Qualitymark Editora, 2015, p.627. Ainda segundo a presente referência: “A motivação para o desenvolvimento deste NM no Brasil teve como bases incentivadoras: - a necessidade de crescimento e maior competitividade do mercado de capitais brasileiro, a partir da maior liberalização dos investimentos em fundos de investimento tanto nos países desenvolvidos como nos países emergentes; - o consenso já internacionalmente reconhecido, por parte das empresas e dos investidores, e academicamente comprovado, de que a valorização e a liquidez das ações no mercado são positivamente influenciadas pela consistência e pelo grau influenciadas pela consistência e pelo grau de segurança dos direitos concedidos aos acionistas e pela qualidade das informações prestadas ao mercado e aos seus acionistas; - os termos das Resoluções do CMN, que estabelecem a ampliação das aplicações dos investidores institucionais em ações de empresas que cumpram as normas e regras das boas práticas de governança corporativa; - ampliação do debate internacional sobre a governança corporativa, envolvendo as organizações multilaterais como a *Internacional Finance* – IFC – e a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico – OCDE –, quanto à preocupação em termos de transparência e segurança das aplicações dos investidores no mercado de ações”.

Assim sendo, determinadas medidas devem ser adotadas pelas empresas a fim de que essas se enquadrem no Nível 1 de governança, podendo ser citadas dentre estas:

*“i) comprometer-se em até três anos a atingir uma parcela mínima de 25% de ações do capital em circulação no mercado free float; ii) utilizar mecanismos de oferta pública de ações que permitam a pulverização de seu capital; iii) divulgar informações trimestrais de forma clara e detalhada inclusive sobre o fluxo de caixa; iv) divulgar mensalmente qualquer informação que envolva operações com ativos da empresa, e seus derivativos, por parte dos controladores e administradores; v) divulgar qualquer acordo de acionistas e programas de bonificação aos administradores que envolvam ações, além de informar anualmente as posições acionárias dos controladores e gestores; vi) disponibilizar um calendário anual de eventos da empresa; vii) proibição de emissão partes beneficiárias e inexistência desses títulos em circulação; viii) ter um conselho de administração com, no mínimo, cinco membros, e o presidente do conselho de administração não pode acumular o cargo de presidente executivo; ix) adotar um código de conduta e de negociação de valores mobiliários; x) realizar, pelo menos, uma reunião pública anual, com os analistas de mercado”.*<sup>110</sup>

As práticas típicas das empresas de Nível 1 do Novo Mercado visam, em geral, impulsionar a liquidez e a negociação das ações disponíveis no mercado. Nesse sentido, a política do *free float*<sup>111</sup> busca aumentar as oportunidades dos investidores ao aumentar o número de valores mobiliários disponíveis no mercado de capitais.

<sup>110</sup> FORTUNA, Eduardo. *Mercado financeiro: produtos e serviços*/ Eduardo Fortuna. – 20ª ed. ver. e atual. – Rio de Janeiro: Qualitymark Editora, 2015, p.628.

<sup>111</sup> “Um dos principais critérios para o bom funcionamento dos mercados é a liquidez das ações componentes desse mercado, ou seja, a facilidade com que se consegue negociar tais ações, livremente em bolsa de valores. As ações de uma companhia podem estar distribuídas entre vários acionistas, tanto controladores quanto minoritários. Free float é a quantidade percentual de ações livres à negociação no mercado. São aquelas ações que não pertencem a acionistas estratégicos, como: controladores e diretores da companhia e acionistas que detenham mais de 5% do capital total da empresa. Também se excluem do free float as ações com restrições (que não podem ser negociadas) e aquelas em tesouraria. Na prática, quanto maior o free float de uma companhia, maior sua liquidez no mercado e maior a facilidade com que os investidores minoritários podem adquirir e vender livremente suas ações. Isso é particularmente importante para o pequeno investidor no caso de empresas menores, que possuem muitas ações em poder de poucos acionistas estratégicos. Esse tipo de concentração não é interessante para o acionista minoritário”. As companhias listadas no Novo Mercado e nos Níveis 1 e 2 da BM&FBovespa, precisam, obrigatoriamente, apresentar um free float de, no mínimo, 25% de suas ações em livre circulação para negociação no mercado”. Endereço eletrônico da Investpedia. Disponível em <<http://www.investpedia.com.br/artigo/O+que+e+Free+Float.aspx>>. Acesso em 13/05/2017.

A política de incentivo da pulverização do crédito, por sua vez, busca garantir que as ações disponíveis no mercado de capitais não sejam as que garantem a aquisição do poder de controle de companhias abertas. Caso tal medida seja tomada, o mercado de capitais gozará de maior liquidez, em virtude da negociação de ações que não se encontram sob a propriedade de acionistas majoritários.

Observa-se das políticas supratranscritas, em realidade, que as políticas inerentes aos Níveis mencionados remetem à estruturação mais regular dos órgãos societários, bem como à transparência e acessibilidade das informações que circulam nas estruturas interinas das companhias abertas.

O Nível 2 do Novo Mercado amplia os objetivos almejados pelas políticas inerentes ao nível anterior, acrescentando aos requisitos anteriores os seguintes pontos:

*“i) ter um mandado unificado de um ano para todo o Conselho de Administração; ii) disponibilizar balanço anual em, no máximo, quatro meses após o término do exercício social, de acordo com as regras contábeis internacionais promulgadas pelo International Accounting Standards Committee – IASC GAAP -, ou utilizadas nos EUA – US GAAP; iii) extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos acionistas controladores quando da venda do controle da empresa e de 70% desse valor para os detentores de ações preferenciais – regras de tag along; iv) dar direito de voto em algumas matérias às ações preferenciais e sempre que possa haver conflito de interesses entre o controlador e a empresa; v) realizar oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo seu valor econômico, nas hipóteses de fechamento de capital ou cancelamento de registro para negociação neste Nível 2; vi) aderir à Câmara de Arbitral do Mercado para a resolução de conflitos societários”.*<sup>112</sup>

O Nível 2 do Novo Mercado comporta uma amplificação das benesses buscadas pelas políticas de nível anterior, garantindo, principalmente, o exercício do direito de *tag along*. Trata-se de instituto que visa proteger os acionistas minoritários na hipótese do controle da sociedade anônima da qual participam como sócios ser alienado a eventual comprador que não estivesse

---

<sup>112</sup> FORTUNA, Eduardo. *Mercado financeiro: produtos e serviços*. – 20ª ed. ver. e atual. – Rio de Janeiro: Qualitymark Editora, 2015, p.628.

no quadro anteriormente a tal manobra, facultando-lhes o exercício do direito de saída da sociedade.<sup>113</sup>

A imposição de resolução de conflitos por intermédio da Câmara Arbitral também representa grande incentivo à rápida resolução de eventuais litígios insurgentes no mercado de capitais, visto que consiste em alternativa mais célere que o litígio judicial, e conta com profissionais adaptados exclusivamente às demandas desse setor específico.<sup>114</sup>

Por fim, alcança-se a classificação de empresas de Novo Mercado, estágio final e mais alto da bolsa idealizada pela governança corporativa. Além dos requisitos já apresentados, as empresas com o máximo grau de atendimento da política de governança seguem os seguintes requisitos:

“i) Proibição de emissão de ações preferenciais; ii) extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos acionistas controladores; iii) realizar oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo seu valor econômico, nas hipóteses de fechamento de

---

<sup>113</sup> “O *tag along* nada mais é do que um mecanismo previsto na Lei das S.A (Lei das empresas de Sociedade Anônima), que visa dar mais garantia aos acionistas minoritários, nos casos de mudança no controle da companhia. (...) Ou seja, se a empresa garantir um *tag along* de 100%, significa que o acionista minoritário receberá 100% do valor por ação reebido pelo controlador, no caso de venda da empresa. Se o *tag along* for de 80% (mínimo estabelecido pela Lei das S.A), o minoritário receberá esta proporção do valor pago por ação ao controlador, no caso de venda da empresa. Se o *tag along* for de 80% (mínimo estabelecido pela Lei de S.A), o minoritário receberá esta proporção do valor pago por ação ao controlador”. FORTUNA, Eduardo. *Mercado financeiro: produtos e serviços*. 20ª ed. ver. e atual. – Rio de Janeiro: Qualitymark Editora, 2015, p.628.

<sup>114</sup> “A Câmara de Arbitragem do Mercado, instituída pela então Bovespa em junho de 2001, visa a oferecer um foro adequado para a solução de questões relativas ao mercado de capitais e, em especial, as de cunho societário. Atua na composição de conflitos surgidos no âmbito das companhias comprometidas com a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa e transparência, listadas na BM&FBOVESPA em seus segmentos especiais de listagem, Novo Mercado, Nível 2 de Governança Corporativa e Bovespa Mais, e também em quaisquer outros eventuais litígios entre pessoas físicas e jurídicas ligadas ao mercado de capitais, desde que anuentes ao regulamento e desde que tal anuência conte com a concordância do presidente da Câmara de Arbitragem do Mercado (...).A solução arbitral é obtida muito mais rapidamente do que a solução buscada por intermédio do poder judiciário, tendo em vista que a Lei da Arbitragem (Lei nº 9.307/96) estabelece que a decisão do conflito deve ser proferida no prazo máximo de 180 (cento e oitenta) dias. Além disso, os árbitros são profissionais especializados, que conhecendo profundamente o mercado de capitais e matérias relacionadas, têm condições de avaliar integralmente a questão, eliminando, muitas vezes, a realização de perícias. Devido à sua vivência, os árbitros podem tomar decisões mais adequadas”. BM&FBOVESPA. Câmara de Arbitragem do Mercado <[http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/servicos/camara-de-arbitragem-do-mercado-cam/perguntas-frequentes/](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/servicos/camara-de-arbitragem-do-mercado-cam/perguntas-frequentes/)> acesso em 1/06/2017.

capital ou cancelamento de registro para negociação nesse Novo Mercado”.<sup>115</sup>

Percebe-se do exposto que a imposição de uma governança corporativa em grau maximizado no âmbito do Novo Mercado repercute nas práticas e no valor da empresa, circunstância mercadológica que não deve passar em branco às sociedades empresárias contemporâneas.

No entanto, o aumento do valor societário na esfera das companhias abertas adquire distinta relevância, já que as suas ações, ao serem comercializadas no mercado de capitais, possibilitam importantíssimo desenvolvimento da economia brasileira, dada a proteção aos investidores, e a dimensão de tal mercado e das quantias negociadas.<sup>116</sup>

Além disso, a implementação das práticas de requisitos essenciais ao ganho da classificação de Novo Mercado interferem de forma positiva na instauração de medidas defensivas contra aquisições hostis do poder de controle societário. Todavia, tais desdobramentos serão analisados a seguir, conjuntamente com as espécies de controle, alienação e medidas defensivas societárias.

Em virtude desse fato, e do objeto do presente estudo se centralizar nas sociedades anônimas de capital aberto, é que a governança corporativa será vislumbrada exclusivamente por essa perspectiva.

---

<sup>115</sup> FORTUNA, Eduardo. *Mercado financeiro: produtos e serviços*. 20ª ed. ver. e atual. – Rio de Janeiro: Qualitymark Editora, 2015, p.629.

<sup>116</sup> Segundo a CVM: “O grau de proteção aos investidores é fator determinante no desenvolvimento do mercado de capitais. Quando a li oferece proteção efetiva, os investidores estão mais dispostos a financiar as companhias e o mercado capitais maior e mais valorizado. Quanto maior a proteção dos investidores, maior será o preço que eles estarão dispostos a pagar pelas ações porque, com maior proteção estes reconhecem que o retorno das companhias também será usufruído por eles, tanto quanto pelos controladores; isto permite aos empresários financiar seus empreendimentos, fazendo do mercado de capitais uma real alternativa à capitalização das empresas”. Disponível em <<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicação/Livro/LivroTOP-CVM.pdf>> – acesso em 26/05/2017.

## 1.5 O Poder de controle nas sociedades anônimas de capital aberto

Não se pretende exaurir o tema consistente no poder de controle das sociedades anônimas neste estudo, dado que obras inclusive ora referenciadas já exploraram de forma aprofundada este tema.<sup>117</sup>

Assim, cabe explanar tão somente os preceitos essenciais à depreensão da matéria. No tocante ao conceito de “controle”, o artigo 116 da Lei nº 6.404/76 registra o seguinte:

“Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:

a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e

b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender”.

Por definição legal, resta aduzido o conceito de controle nas companhias, seja de capital aberto ou fechado. Do dispositivo supratranscrito, extrai-se que o direito de voto é o fator que garante o exercício do controle interno da sociedade, prerrogativa que, em geral, é sempre inerente à ação ordinária.<sup>118</sup>

---

<sup>117</sup> COMPARATO, Fábio Konder. FILHO, Calixto Salomão. *O poder de controle na sociedade anônima*. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2008, p. IX.

<sup>118</sup> As ações emitidas no âmbito da sociedade anônima podem ser classificadas em distintas espécies, sendo que as diferentes modalidades de tais títulos podem garantir diferentes modalidades de exercício do direito de voto. As ações ordinárias podem ser eventualmente convertidas em ações preferenciais, contanto que tal possibilidade seja prevista de forma expressa pelo estatuto social da companhia em tela, restando disposto especificamente qual das vantagens previstas no artigo 17 da Lei nº 6.404/76 será atribuída ao valor mobiliário recém convertido. As ações preferenciais, por sua vez, consistem na segunda espécie acionária prevista pela Lei nº 6.404/76. Tais títulos se distinguem pela manifestação de uma das vantagens previstas nos incisos do artigo 17 da Lei nº 6.404/76, quais sejam: I) a “prioridade na distribuição de dividendo, fixo ou mínimo”; II) a prioridade no reembolso do capital com prêmio ou sem ele, e III) a “acumulação de preferências e vantagens de que tratam os incisos I e II” deste dispositivo. A atribuição de uma das vantagens previstas no artigo 17 beneficia o titular da ação em esfera patrimonial, sendo que o direito ao voto nem sempre é inerente a essa espécie de ação. Em função disso, as ações ora tratadas são visadas por investidores e especuladores, que, geralmente, têm pouco interesse na gestão da sociedade.

O poder de controle disposto nos termos do artigo 116 permite ao controlador estabelecer os rumos da atividade empresarial promovida pela sociedade, tudo em observância aos direitos e obrigações recíprocas entre controladores e os demais sócios ou administradores sociais. A função social da sociedade também é expressada de forma explícita, demonstrando que o escopo da sociedade anônima, ao menos na legislação brasileira, não é tão somente a busca pelo lucro, mas também, subsidiariamente, as externalidades positivas que a implementação de uma estrutura societária do porte das companhias abertas geram à sociedade civil.

O poder de controle, destaque-se, é definido como permanente, não podendo ser exercido esporadicamente ou de forma imprevisível. Trata-se, também, de um direito exercido de fato, baseado em relações societárias reais, e não disponível de forma meramente abstrata.

Tal característica do poder de controle, no entanto, não significa que a sua incidência consiste em fenômeno estático, regrado e sempre uniforme em sua manifestação, ao revés, trata-se de uma prerrogativa que se encontra em constante mudança e possui caráter dinâmico, podendo se mostrar extremamente suscetível às alterações e reformas promovidas no âmbito de uma sociedade.

---

Vale destacar que, já neste ponto, resta possível ao leitor delinear a relevância da classificação das ações para que o objeto do presente estudo seja alcançado. Isso porque tais títulos são os principais valores mobiliários alienados de forma onerosa no mercado de valores mobiliários, cuja análise regulatória ainda se encontra pendente de análise no presente trabalho. A despeito disso, resta possível traçar que o titular de ações de determinada companhia, a depender da espécie e forma das ações que detiver, poderá exercer ou não poder de gestão no âmbito da companhia, já que, além do direito de caráter patrimonial que a ação garante ao seu portador, a mesma garante o status sócio a esse portador, condição que lhe permite exercer direitos como o de voto e o de fiscalizar os trâmites internos inerentes à companhia. A partir do exercício dos poderes de voto e de ampla ingerência na gestão da companhia, o titular de ações sociais poderá se mostrar mais ou menos relevante no exercício do poder de controle da sociedade anônima. Tendo em vista que, nas companhias de capital aberto, as ações podem ser negociadas no mercado de capitais, sendo alcançáveis, portanto, por qualquer espécie de comprador, o poder de controle da companhia, fator que se mostra essencial para a consolidação de governança corporativa societária, se mostra em maior evidência que nas sociedades anônimas de capital fechado. Os conceitos de poder de controle no âmbito das companhias, bem como o de governança corporativa, se mostrarão essenciais para o alcance do objetivo fixado para este trabalho e, em função disso, merecerão análise mais detida neste estudo, a seguir promovida. Outrossim, a explanação ora adotada tem o escopo de captar a atenção do leitor, que efetivamente deverá assimilar as definições e posicionamento até o momento dispendidos.

Isso porque o poder de controle não se manifesta de uma forma única. Em realidade, a sua estrutura se exterioriza em três níveis: “(i) *participação no capital*; (ii) *direção*; e (iii) *controle*. O controle pode provir da *participação no capital social*, mas não se confunde com ela ... (...)”<sup>119</sup>. O poder de controle, assim, é multifacetado, não se expressando em uma única dimensão.<sup>120</sup>

Vale destacar que o transcrito acordo de votos prescinde de registro no arquivo da sociedade, em contrariedade ao que determina o artigo 118, pois:

“O arquivamento representa, tecnicamente, um ônus, isto é, uma condição de exercício de direitos contra terceiros. Se o reconhecimento do poder de controle devesse ficar submetido ao arbítrio dos próprios controladores, segundo o arquivamento ou não do instrumento contratual na companhia, toda a disciplina da vida societária, fundada na realidade do poder, perderia sentido”.<sup>121</sup>

Noutro giro, a segunda espécie de controle conjunto também é desenvolvida pela Lei de Sociedades Anônimas, a Lei nº 6.404/76, em seu artigo 243, § 2º, dispositivo no qual o seguinte conceito resta transcrito:

“Art. 243. O relatório anual da administração deve relacionar os investimentos da companhia em sociedades coligadas e controladas e mencionar as modificações ocorridas durante o exercício.

(...)

§ 2º Considera-se controlada a sociedade na qual a controladora, diretamente ou através de outras controladas, é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores”.

O conceito legal de controle dispendido pelo artigo 116 é complementado, em realidade, pelo artigo 243 da mesma Lei nº 6.404/76. No entanto, pode-se perceber que os dois conceitos legais não são coincidentes: enquanto o 116 remete ao poder de controle exercido por acionistas em âmbito

<sup>119</sup> NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Medidas defensivas à Tomada de Controle de Companhias* – São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 38.

<sup>120</sup> NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Medidas defensivas à Tomada de Controle de Companhias* – São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 41.

<sup>121</sup> COMPARATO, Fábio Konder. FILHO, Calixto Salomão. *O poder de controle na sociedade anônima*. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2008, p. 85.



interno à sociedade anônima, o artigo 243 remete ao controle que uma sociedade pode exercer sobre outra de forma indireta.

Assim, os próprios dispositivos legais que conceituam o poder controle já ensinam que tal prerrogativa pode ser exercida de forma direta ou indireta. A forma direta remete ao exercício de fato, por parte de um sócio ou de conjunto de acionistas, da maioria de votos e da prerrogativa de constituir o administrador societário dentro de determinada companhia.

A forma indireta remete à sociedade que, sendo titular de direito de sócio, pode intervir nas deliberações sociais e acabar elegendo os administradores de determinada companhia. Logo, tal forma de exercício seria feito por intermédio do poder de fato exercido por um terceiro, terceiro este vinculado à sociedade controladora por eventual relação jurídica.<sup>122</sup>

Nota-se que ao artigo 243 não versa unicamente sobre a forma de controle indireto, mas faculta tanto o exercício direto quanto o indireto. Pode-se destacar nesse espeque, também, uma espécie de poder de controle que surge em meio a grupos de sociedades, conjunto de sociedades que gozam de autonomia jurídica, dado que consistentes em pessoas jurídicas individuais, mas vinculadas a um planejamento econômico comum.<sup>123</sup>

Em suma, o poder de controle é uma prerrogativa fática que pode ser exercida de forma direta ou indireta por agentes internos ou externos à companhia, sendo que tal poder possui natureza dinâmica e é suscetível de disputas no âmbito empresarial. Além disso, pode ser classificado em

---

<sup>122</sup> Leciona Eduardo Secchi Munhoz que: "(...) ao estabelecer que é acionista controlador 'o grupo de pessoas (...) sob controle comum, o art. 116 não admite o controle indireto, considerando controlador aquele acionista que diretamente é titular de direitos de sócio na controlada, ainda que por sua vez seja controlado por terceiros. De forma diversa, o art. 243, § 2º, da Lei nº 6.404/76 estabelece que é controlada a sociedade na qual, diretamente ou através de outras controladas, é titular de direitos de sócio (...), reconhecendo, portanto, a hipótese de controle indireto e atribuindo a condição de controladora à sociedade no ápice da pirâmide". MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Empresa Contemporânea e Direito Societário: poder de controle e grupo de sociedades*. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2002, p. 241.

<sup>123</sup> "Num sentido estrito ou próprio, designa-se por grupo de sociedades todo o conjunto mais ou menos vasto de sociedades comerciais que, conservando embora as respectivas personalidades jurídicas próprias e distintas, se encontram subordinadas a uma direção econômica unitária e comum. A especificidade do fenômeno é, pois, dupla". ANTUNES, José A. Engrácia. *Os grupos de sociedades – estrutura e organização jurídica da empresa plurissocietária*. Coimbra, Editora Almedina: 1993, p. 24. Não se pretende aprofundar o exercício do poder de controle no âmbito dos grupos de sociedades, posto que trata-se de tema demasiadamente extenso e não afeto ao objeto de pesquisa do presente trabalho.

“originário, uno ou exclusivo e geral”<sup>124</sup>, sendo originário porque não se origina de nenhuma espécie de poder previamente estabelecido em sociedade, uno porque se sobrepõe a qualquer concorrente, e geral porque se expressa em mais de uma dimensão societária.

Com isso, uma vez explorado o conceito aplicável ao presente estudo, cabe demonstrar as tipologias do poder controle exercido em sede da companhia.

#### **1.5.1. Do poder de controle interno: totalitário, majoritário, acordo de acionistas, minoritário e gerencial.**

O poder de controle interno remete àquele exercido de fato por sujeitos inerentes à estrutura orgânica da sociedade anônima de capital aberto (*ab intus*, interior à sociedade). Desta feita, os acionistas e administradores tendem a ser os sujeitos mais propensos a exercerem o poder de controle societário.

O exercício do poder de controle interno admite gradações, que correspondem ao nível de controle que determinado acionista possui sobre a Assembleia Geral, os administradores societários e, consequentemente, da direção da atividade empresarial conduzida pela companhia.

Primeiramente, pode-se registrar o poder de controle interno exercido de forma *totalitária* ou *quase totalitária*. Esta espécie de controle decorre da propriedade integral ou quase integral, por parte de um acionista ou um grupo de acionistas, das ações que garantem direito a voto em Assembleia Geral societária.

Essencial destacar que o controle interno exercido de forma integral ou quase integral se distingue do controle unipessoal. Nesta última, não existe conflito de interesses a ser resolvido em âmbito societário, sendo desnecessária a existência de medidas que se destinem à resolução de conflitos insurgentes.<sup>125</sup>

---

<sup>124</sup> COMPARATO, Fábio Konder. FILHO, Calixto Salomão. *O poder de controle na sociedade anônima*. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2008, p. 49.

<sup>125</sup> “Na sociedade unipessoal, não há nenhum outro interesse interno a ser levado em consideração, não há nenhum outro interesse interno a ser levado em consideração, na

A despeito do poder de controle ser exercido de forma integral, algumas hipóteses legais ainda submetem a tomada de decisões a deliberações unânimes, ocasiões onde o controle integral não poderá se sobrepor à norma legal. Como exemplo, pode-se citar o artigo 87, § 2º da Lei nº 6.404/76, determina que a maioria “(...) não tem poder para alterar o projeto de estatuto”, demonstrando que a unanimidade é critério indispensável à alteração estatutária.

Prosseguindo-se na gradação do exercício do poder de controle interno, alcança-se o controle majoritário, sendo esta modalidade, a priori, descrita no próprio artigo 116 da Lei de Sociedades Anônimas. Tal forma se manifesta quando um acionista ou um grupo de acionista, vinculados por acordo de acionista ou qualquer outra relação jurídica, detêm ações em numeração superior à metade do capital societário.

Desta feita, de acordo com o princípio majoritário inerente ao direito societário brasileiro, o sócio ou o conjunto de sócios que possua mais da metade das ações de determinada companhia terá ingerência para direcionar as deliberações promovidas em Assembleia Geral.

Neste prisma, é possível classificar subtipologias do poder de controle majoritário, desta forma explicitadas:

“A tipologia do poder de controle prevê a subdivisão do controle majoritário em: (i) controle majoritário isolado, que é aquele exercido isoladamente por um único acionista detentor da maioria das ações votantes da companhia; e (ii) controle majoritário conjunto, que é aquele exercido por acionistas que, quando reúnem as suas respectivas participações acionárias, detêm a maioria do capital social votante da companhia. O controle majoritário conjunto pode também ser referido como controle compartilhado”.<sup>126</sup>

Importante a essa altura destacar a relevância do acordo de acionistas para o exercício do poder de controle majoritário. Segundo a

---

aplicação das normas legais, além do interesse do titular único do capital social. Por isso mesmo, perdem eficácia todas as regras para regular conflitos de interesse entre sócios. Basta, no entanto, que exista um só outro acionista, titular de uma única ação, ainda que se direito de voto, para que se dissipe o caráter totalitário do controle e reapareça a possibilidade de conflitos de interesse entre sócios”. COMPARATO, Fábio Konder. FILHO, Calixto Salomão. *O poder de controle na sociedade anônima*. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2008, p. 53.

<sup>126</sup> NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Medidas defensivas à Tomada de Controle de Companhias* – São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 41.

inteligência do artigo 118 da Lei de Sociedades Anônimas, os acordos de acionistas que versarem sobre “a compra e venda de suas ações, preferência para adquiri-las, exercício do direito a voto, ou do poder de controle deverão ser observados pela companhia quando arquivados na sua sede”.<sup>127</sup>

O acordo de acionistas, por disposição legal, pode objetivar regular, a partir da livre deliberação e estipulação negocial de acionistas, a compra e venda de ações, o exercício do direito de voto, prerrogativa que pode interferir no efetivo controle social, e o poder controle. Por ensejarem um estudo diverso do ora promovido, os objetos do acordo de acionistas não consistentes no poder de controle não serão aprofundados.<sup>128</sup>

Desta feita, sob a baliza do artigo 118, os acionistas de determinada companhia podem estipular um negócio jurídico registrável no âmbito da própria sociedade que estipula os agentes, a estrutura e a forma do exercício do poder de controle majoritário societário. O acordo de acionistas logo, se submete aos mesmos critérios de existência, validade e eficácia do negócio jurídico que o próprio contrato societário obedece.

O acordo de acionistas, ao estipular o poder de controle, representa mais uma forma de garantir a direção da companhia e, a partir de sua averbação no livro de registros e nos certificados das ações, será oponível a terceiros e aos próprios funcionários internos à companhia.

Nesse sentido, os próprios *administradores* societários ligados ao acordo de poder de controle deverão se vincular ao teor do acordo de acionistas, visto que o § 8º do artigo 118 da Lei nº 6.404/76 determina que: “O presidente da assembleia ou do órgão colegiado de deliberação da companhia não computará o voto proferido com infração de acordo de acionistas devidamente arquivado”.<sup>129</sup>

---

<sup>127</sup> Lei nº 6.404 de 1976. Lei de sociedades anônimas. Disponível em <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6404compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm)>. Acesso em 23/05/2017.

<sup>128</sup> O livro de CARVALHOSA, Modesto. *Acordo de acionistas: homenagem a Celso Barbi Filho*/ Modesto Carvalhosa. – São Paulo: Saraiva, 2011, se mostrará suficiente para a exploração do tema consistente no acordo de acionistas em sua íntegra.

<sup>129</sup> Lei nº 6.404 de 1976. Lei de sociedades anônimas. Disponível em <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6404compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm)>. Acesso em 23/05/2017.

Trata-se de um amplo controle garantido pelo acordo de acionistas, acordo este que interfere diretamente nos próprios órgãos societários, vinculando diretores da companhia independentemente da existência do Conselho de Administração. Como nas companhias abertas o Conselho consiste em órgão de existência obrigatória, o acordo exerce efeitos jurídicos tanto sobre os conselheiros eleitos quanto sobre os diretores eleitos.<sup>130</sup>

Noutro giro, o controle minoritário é exercido por acionistas que detêm menos da metade das ações de determinada companhia. Essa espécie de controle costuma ser exercido em situações nas quais a dispersão de capital se manifesta, ensejando maior vulnerabilidade às manobras de aquisição de controle das sociedades anônimas.

Essencial mencionar que, segundo Modesto Carvalhosa, o controle minoritário, e nem mesmo o gerencial, são previstos na lei e, em virtude disso, tais classificações não possuiriam “*natureza jurídica*” em sentido estrito, mas meramente fenomenológico.<sup>131</sup>

No entanto, o presente estudo opta por se vincular à linha doutrinária de Fábio Konder Comparato, que aduz que o legislador brasileiro optou por aceitar o controle minoritário no ordenamento jurídico brasileiro de forma implícita, aceitando de forma implícita o exercício de controle por parte de acionistas ou conjuntos de acionistas que disponham de ações que correspondam a um percentual menor que a metade do total de ações de determinada companhia.<sup>132</sup>

---

<sup>130</sup> CARVALHOSA, Modesto ensina valiosa lição relativa à força do poder de controle na sociedade anônima, a seguir transcrita: “Temos assim que o acordo de controle, na conformidade do *caput* e dos parágrafos do art. 118, tem por objeto o exercício do *poder-dever de controle*, que é exercido, *primeiro* nos órgãos de administração da companhia para, depois, exprimir-se na assembleia geral. Em consequência, estão vinculados ao acordo, no que respeita a seus votos sobre matérias relevantes e extraordinárias, os membros do conselho de administração eleitos pela comunhão dos controladores e também os diretores, em reunião regular da diretoria (art. 143, § 2º da Lei n. 6.404, de 1976)”. CARVALHOSA, Modesto. *Acordo de acionistas: homenagem a Celso Barbi Filho*/ Modesto Carvalhosa. – São Paulo: Saraiva, 2011, p. 214.

<sup>131</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Acordo de acionistas: homenagem a Celso Barbi Filho*. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 101.

<sup>132</sup> “A existência de um controle minoritário está implicitamente reconhecido na lei, ao fixar as regras de *quórum* e maioria no funcionamento da assembleia geral. A norma geral é que a reunião se instala, em primeira convocação, com a presença de acionistas que representem no mínimo um quarto do capital social com direito de voto – que normalmente pode constituir apenas metade do capital social (Lei nº 6.404, art. 15, § 2º), salvo exceções – e, em segunda

A despeito de a legislação brasileira aceitar o exercício do poder controle minoritário de forma implícita, algumas matérias ainda dependem de um *quórum* especial, demandando a manifestação de ao menos metade dos acionistas da sociedade anônima, tal qual como se vê no artigo 136 da Lei nº 6.404/76.<sup>133</sup>

Por fim, pode-se falar no controle gerencial, espécie de poder de direcionamento da companhia oriundo da atuação dos administradores sociais, Tal modalidade se manifesta em hipótese de acentuada dispersão acionária, circunstância na qual a realização das diligências inerentes ao gerenciamento societário acaba por delimitar as decisões de Assembleia, a atividade empresarial societária e a gestão social em si.

---

convocação, com qualquer número (art. 125). Tratando-se de reforma estatutária, é necessária, para a validade da deliberação em assembleia, a presença de acionistas representando dois terços do capital optante em primeira convocação e qualquer número de detentores de ações votantes em segunda convocação (art. 135).” COMPARATO, Fábio Konder. FILHO, Calixto Salomão. *O poder de controle na sociedade anônima*. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2008, p. 65.

<sup>133</sup> “Art. 136. É necessária a aprovação de acionistas que representem metade, no mínimo, das ações com direito a voto, se maior quorum não for exigido pelo estatuto da companhia cujas ações não estejam admitidas à negociação em bolsa ou no mercado de balcão, para deliberação sobre: I - criação de ações preferenciais ou aumento de classe de ações preferenciais existentes, sem guardar proporção com as demais classes de ações preferenciais, salvo se já previstos ou autorizados pelo estatuto; II - alteração nas preferências, vantagens e condições de resgate ou amortização de uma ou mais classes de ações preferenciais, ou criação de nova classe mais favorecida; III - redução do dividendo obrigatório; (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 1997); IV - fusão da companhia, ou sua incorporação em outra; (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 1997); V - participação em grupo de sociedades (art. 265); VI - mudança do objeto da companhia; VII - cessação do estado de liquidação da companhia; VIII - criação de partes beneficiárias; (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 1997); IX - cisão da companhia; X - dissolução da companhia. (Incluído pela Lei nº 9.457, de 1997) § 1º Nos casos dos incisos I e II, a eficácia da deliberação depende de prévia aprovação ou da ratificação, em prazo improrrogável de um ano, por titulares de mais da metade de cada classe de ações preferenciais prejudicadas, reunidos em assembléia especial convocada pelos administradores e instalada com as formalidades desta Lei. (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 1997); § 2º A Comissão de Valores Mobiliários pode autorizar a redução do quorum previsto neste artigo no caso de companhia aberta com a propriedade das ações dispersa no mercado, e cujas 3 (três) últimas assembléias tenham sido realizadas com a presença de acionistas representando menos da metade das ações com direito a voto. Neste caso, a autorização da Comissão de Valores Mobiliários será mencionada nos avisos de convocação e a deliberação com quorum reduzido somente poderá ser adotada em terceira convocação. § 3º O disposto no § 2º deste artigo aplica-se também às assembléias especiais de acionistas preferenciais de que trata o § 1º. (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001) § 4º Deverá constar da ata da assembléia-geral que deliberar sobre as matérias dos incisos I e II, se não houver prévia aprovação, que a deliberação só terá eficácia após a sua ratificação pela assembléia especial prevista no § 1º.” Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Lei de sociedades anônimas. Disponível em <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6404compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm)>. Acesso 18/04/2017.

No controle gerencial, os acionistas outorgam aos administradores procurações para que estes possam exercer o direito de voto nas Assembleias sociais, mantendo uma estrutura de comando fundada nas decisões, por diversas vezes, oriundas dos próprios outorgados, e não dos acionistas.

O controle gerencial não foi constatado de forma abrangente em território brasileiro. Em realidade, essa classificação parte da experiência norte-americana, lá denominada de *management-control*.<sup>134</sup> Todavia, dado que a legislação brasileira não oferece qualquer espécie e impedimento explícito a essa espécie de controle, optou-se por retratar o controle gerencial como possível forma de direcionar e conduzir eventual companhia.

### 1.5.2. Do controle externo

Em contraposição ao controle interno, o controle externo, ou *ab extra*, remete a qualquer ingerência na condução da atividade empresarial ou na gerência societária da companhia que parte de agentes não acionistas ou não inerentes ao quadro social. Assim, diz-se que os agentes externos que podem interferir no controle da atividade empresarial são *stakeholders*, conceito aplicável a credores, fornecedores, franqueadores ou quaisquer sujeitos que possam exercer tal influência.<sup>135</sup>

O mais usual é que os agentes controladores externos consistam em credores da sociedade, que, ao disporem de ações na condição de objetos de direitos garantidores de dívidas, exercem indiretamente alguma espécie de ingerência nas decisões de assembleia ou na constituição de um administrador social. Assim, em regra, o controle externo é promovido “(...) com fundamento

---

<sup>134</sup> NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Medidas defensivas à Tomada de Controle de Companhias* – São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 43.

<sup>135</sup> MACEDO, Ricardo Ferreira de. *Controle não societário*. – Rio de Janeiro: Renovar, 2004, p. 23. A esse respeito: “O fenômeno do controle externo caracteriza-se em situações nas quais, conforme aponta Cunha Pereira, “a última palavra na orientação da empresa não procede de um acionista nem dos administradores da sociedade”, mas de centros decisórios estranhos à sua estrutura orgânica, que podem situar-se, por exemplo na esfera de grandes credores da empresa, fornecedores em situação de oligopólio ou monopólio, franqueadores, compradores em situação de oligopsônio ou monopósônio dentre tantas outras hipóteses”.

em contratos desta com terceiros ou de poder cuja fonte são as relações de participação nos mercados”.<sup>136</sup>

Em geral, para que o controle externo seja exercido, alguns requisitos são essencialmente vislumbráveis, *in verbis*:

- a) “A influência seja de ordem econômica; b) que a influência se estenda a toda a atividade desenvolvida pela empresa controlada; c) que se trate de um estado de subordinação permanente ou, pelo menos, duradouro; e d) que haja impossibilidade para a controlada de subtrair-se à influência, sem séria ameaça de sofrer grave prejuízo econômico”.<sup>137</sup>

Como exposto, o controle externo é haurido de uma necessidade econômica oriunda de uma relação jurídica firmada com terceiro exógeno à sociedade controlada, sendo que o prejuízo advindo de ato de rebeldia a tal controle necessariamente gerará insustentável prejuízo à sociedade.

### **1.5.3. Das formas de alienação do poder de controle**

Tendo sido explorado o conceito do poder de controle exercitável no âmbito das sociedades anônimas de capital aberto, cumpre perpassar as formas de alienação de tal poder de controle, a fim de que seja possível delimitar que modalidades se mostram hostis às companhias e, consequentemente, suscitar as medidas defensivas que podem ser promovidas contra tais manobras.

Como já relatado, as sociedades brasileiras têm demonstrado uma tendência de dispersão do capital social, fenômeno que garante maior presença do controle minoritário nas companhias abertas. O surgimento do Novo Mercado, de fato, representa fator que alterou o cenário nacional, mudando o Brasil da condição de país que demonstrava maior tendência de concentração acionária para um país com um cenário de maior dispersão acionária.

---

<sup>136</sup> LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Direito das Companhias*. v. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 831.

<sup>137</sup> NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Medidas defensivas à Tomada de Controle de Companhias* – São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 45, citando PASTERIS, Carlo. *Il controllo*. Milão: Giuffrè, 1957, p. 31 e ss.



O estudo empírico de Nelson Eizirik,<sup>138</sup> de 1987, explicitou o panorama de empresas com concentração de capital que perdurou até os anos 2000. Segunda tal análise, observou-se que:

“(...) (i) na média, o acionista controlador das companhias abertas possuía 70% do capital votante. (ii) em 18,69% das companhias, o controle se efetivava com 90% a 100% do capital votante; (iii) em apenas 15,13% das companhias, o controle era exercido com menos que 50% do capital votante; e (iv) em 1,10 % das companhias, o controle era exercido com menos que 20% do capital votante (dados de 31 de dez. de 1985)”.<sup>139</sup>

Neste diapasão, efetivamente uma transição de modelo de poder de controle societário ocorreu no Brasil, passando-se do cenário de maior concentração acionária para o cenário de dispersão acionária, como abaixo se verifica:

“A partir de 2004, no entanto, com o aumento de ofertas primárias de ações no âmbito do Novo Mercado, essa realidade da companhia brasileira observou uma notável transformação. A estrutura de propriedade do capital e de controle das companhias listadas no Novo Mercado (em 2010, eram 113) é substancialmente distinta da apresentada pelas companhias que integravam o segmento tradicional, e mesmo o Nível 1 e o Nível 2 da BM&FBOVESPA. Há, no universo das companhias do Novo Mercado, uma inegável tendência à dispersão do capital acionário, em nível nunca antes imaginado no Brasil.

Uma abrangente análise empírica sobre a matéria foi realizada em 2008 por GORGA<sup>140</sup>, com base em dados de 2006 a 2007. O trabalho aponta que, em conjunto de 92 companhias listadas no Novo Mercado, 65 delas eram destituídas de controlador majoritário. Tomadas essas 65 companhias, em média, o maior acionista era titular de 26,23% das ações, os três maiores acionistas eram titulares de 47,28% das ações e os cinco maiores eram titulares de 54,73% das ações. Considerando o total de companhias listadas no Novo Mercado, em média, o maior acionista era titular de 36,39% das ações”.<sup>141</sup>

<sup>138</sup> EIZIRIK, Nelson. O mito do controle gerencial – alguns dados empíricos. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 66, p. 103-106, 1987.

<sup>139</sup> MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 101.

<sup>140</sup> GORGA, E. Changing the paradigm of stock ownership form concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries. *Northwestern Journal of International Law & Business*, v. 29, p. 439 – 554, 2009.

<sup>141</sup> MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 103.

A principal consequência da dispersão acionária supratranscrita, ao menos pela perspectiva do presente estudo, é o maior distanciamento da eficácia e das formas de alienação do poder de controle das companhias. Mais uma vez, inclusive, ressalta-se o foco à alienação do poder controle no âmbito das sociedades anônimas de capital aberto.

Desta feita, com o aparecimento ostensivo de companhias de capital aberto destituídas de acionistas que exerçam o controle majoritário, o controle minoritário, com ações dispersas, tornou evidente a maior disparidade entre as formas de aquisição de controle nos controles majoritário e minoritário.

Como a maior parte das ações são de titularidade de um acionista ou de um grupo de acionistas no poder de controle majoritário, não se vislumbrará aquisições hostis nessa modalidade, sendo mais comum constatar atos de *alienação* desse mesmo controle, já que o proprietário poderá obter vantagens pela negociação deliberada das ações que lhe garantem essa espécie de controle.<sup>142</sup>

Neste aspecto, ressalta-se que as alienações de poder de controle não necessariamente serão hostis, mas serão definidas tão somente como negócios jurídicos realizados desconexos de qualquer elemento de hostilidade.

Noutro giro, as alienações nas companhias de capital disperso tendem a disseminar discordâncias entre os controladores minoritários e a administração societária, ainda mais ao se considerar a necessária existência do Conselho de Administração nas companhias de capital aberto: localiza-se mais um ponto possivelmente originador de controvérsias no ambiente societário.

Além disso, como a relevância da função administrativa das companhias abertas de capital disperso tende a ser acentuada, os acionistas

---

<sup>142</sup> “As operações de aquisição de controle acionário nas companhias com acionista controlador somente ocorrem pela decisão e manifestação deste. Na maior parte dos casos, tais operações correspondem à espécie *alienação do controle acionário*. Trata-se do negócio jurídico pelo qual o adquirente de ações integrantes do bloco de controle, transferidas onerosamente pelo respectivo titular (controlador anterior), torna-se o novo controlador da companhia. O que diferencia esse negócio de uma simples compra e venda de ações é o fato de ter como objeto o conjunto de ações que garante ao seu titular o poder de comandar a companhia, preponderando nas deliberações sociais e nomeando a maioria dos administradores. A finalidade do negócio é, portanto, a transferência do poder de controle”. MUNHOZ, Eduardo Secchi. Aquisição de controle na sociedade anônima. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 167.

não costumam dispor de um nível de informação em paridade com a administração, fator que enseja maiores dificuldades nas tratativas atinentes à alienação do poder de controle.<sup>143</sup>

Desse cenário que as aquisições hostis são originadas: a partir da resistência por parte da administração ou até mesmo por parte dos sócios que exercem o poder de controle minoritário.

As alienações hostis do poder de controle, vale lembrar, não consistem em negócios jurídicos atentatórios aos pressupostos de existência, validade e eficácia contratuais. Em regra, os atos de aquisições hostis são assim classificados em virtude de se mostrarem contrários à vontade de agentes societários, resistência que de forma alguma mina o ato de alienação de vício insanável. Caso seja vislumbrado eventual vício, a discussão tramitará em torno dos atos ilegais ou atentatórios à lei aplicável.

Uma vez ressaltados tais apontamentos, cumpre classificar as características das formas de alienação de controle das companhias abertas, para que em passo seguinte as suas modalidades sejam analisadas.

#### **1.5.4. Das características das formas de alienação do poder de controle**

As diferentes circunstâncias e características da alienação de controle de companhias geram a necessidade de classificar tais atos, a fim de que o instituto seja compreendido de forma satisfatória.

Primeiramente, a aquisição do poder de controle pode se dar de forma *voluntária* ou *involuntária*.

A forma *voluntária* remete ao ato de aquisição de controle societário que foi promovido de maneira deliberada, tendo sido idealizada e operacionalizada por um sujeito de direito que deseja ser titular do controle de determinada companhia. A aquisição voluntária, portanto, não decorre do acaso ou da conduta de terceiros, parte de uma conduta volitiva de um agente que almeja, especificamente, adquirir o controle societário.

---

<sup>143</sup> MUNHOZ, Eduardo Secchi. Aquisição de controle na sociedade anônima. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 170.

As aquisições *involuntárias*, ao revés, são adquiridas por determinado agente a partir de fatos jurídicos que não partiram de sua vontade ou de qualquer conduta volitiva de sua parte. Assim, os fatos jurídicos que repercutem na aquisição de controle por parte de um novo controlador não partiram de sua vontade. A morte de um sócio, com a consequente transferência de suas cotas aos seus herdeiros, fato jurídico que pode efetivamente transferir o controle à um terceiro, representa um exemplo da aquisição não voluntária.

A aquisição pode se dar em um *ato isolado*, ou em um *conjunto de medidas (operações conjuntas)* cujo intento final é transferência do poder de controle.

Um único ato jurídico de compra e venda de ações por parte de um acionista que, mediante tal operação, adquire o controle majoritário de uma sociedade se enquadra na aquisição decorrente de operação isolada. A morte de um acionista e a consequente transferência de suas ações a um herdeiro, também, representa um fato jurídico que garante a aquisição do poder de controle em um ato isolado.

As operações conjuntas, por sua vez, remetem à aquisição do poder de controle por intermédio de promoção de um conjunto de medidas, tal como a compra de ações em atos distintos entre si, mas vinculados ao objetivo final de adquirir o controle societário.

A aquisição do poder de controle, conforme já explanado, pode ser *amigável* ou *hostil*. A amigável se dará sem que insurja uma resistência ou qualquer conflito entre agentes da sociedade cujo controle busca se alienar, modalidade que concretiza um negócio jurídico.

A aquisição *hostil*, ato jurídico contra o qual são oponíveis as medidas defensivas consistentes no objeto deste estudo, representa a alienação do poder de controle societário em contexto de resistência de agentes da sociedade. Desta feita, quando a administração social se choca com o interesse de acionistas relevantes ou de grupos de acionistas, instaura-se uma manobra de aquisição hostil da companhia alvo,

Vale destacar que, embora um ato unitário de uma operação conjunta que vise adquirir o controle de uma sociedade de forma hostil seja promovido, não necessariamente a aquisição iniciada será eternamente hostil: a negociação intermediária à aquisição pode ensejar o surgimento de uma alienação amigável, em que os agentes internos à companhia se mostrem em harmonia com a transferência do poder de controle.

Por fim, a aquisição do poder de controle pode ser *originária* ou *derivada*.

Essa classificação decorre de um nexo de causalidade na aquisição. O poder adquirido de forma originária não se vincula a nenhuma condição pregressa de direito, podendo ser exercido de forma autônoma e nova independente de qualquer outra circunstância anteriormente existente na sociedade. Em outras palavras, tal modalidade nasce sem que haja qualquer vínculo jurídico com o controle exercido anteriormente.

Nesta senda, um poder de controle prévio poderia até existir no âmbito societário: caso um poder de controle seja adquirido de forma originária, o novo controle prescinde de qualquer característica do seu antecedente, não manifestando um caráter de transmissão.

A alienação de controle dispendida no artigo 254-A, com o necessário oferecimento de oferta pública de aquisição, consiste em modalidade de aquisição de controle derivada, vez que o adquirente obterá o controle societário tal como esse se manifestava no âmbito da companhia. Desta feita, as características jurídicas peculiares ao controle previamente exercido são transferidas em sua íntegra ao novo controlador, seja em virtude da existência de bloco de controle de ações, de acordos de acionistas ou de valores mobiliários que ensejem o direito a voto.

A oferta pública de ações retratada no artigo 254-A difere da oferta pública de aquisições regulada a partir do artigo 257 da Lei nº 6.404/76. Estas consistem na principal forma de aquisição de controle hostil do poder de controle de sociedades anônimas de capital aberto, atos justamente contra os quais são promovidas medidas defensivas, alvos desse estudo.

### 1.5.5 Modalidades de aquisição de poder de controle

Uma vez analisadas as características extensíveis às aquisições de poder de controle, cumpre explicitar de que formas tais atos podem ser promovidos. Com isso, restará possível analisar as medidas defensivas aplicáveis na hipótese de tomadas hostis de poder de controle.

Pode-se citar, essencialmente, a oferta pública de aquisição de controle, a escalada acionária, a compra e venda negociada de ações do controle, a cessão do controle externo, a subscrição de ações e a convenção de votos como formas que atualmente são empregadas quando existe o intento de aquisição de poder de controle.<sup>144</sup>

De todas as modalidades de aquisição de poder de controle supracitadas, a oferta de aquisições públicas representa a forma mais usual de se promover a aquisição hostil do poder de controle por parte de agentes de mercado interessados. No entanto, a despeito disso, analisar-se-á, primeiramente, as outras modalidades de aquisição, visto que a oferta pública será explorada mais profundamente.

A *compra e venda negociada de ações do controle* representa a forma de aquisição mais usual do poder de controle, e não consiste em modalidade que comporta hostilidade na alienação de controle, visto que se trata de uma alienação consensual.

Nesta hipótese, um negócio jurídico bilateral de compra e venda é celebrado entre acionistas e comprador ou compradores, consolidando uma transação de natureza privada que possui como objeto o próprio controle da companhia. Embora tal modalidade se mostre concretizada em uma operação de ato único, e garanta maior celeridade à efetiva alienação almejada, pode comportar um custo extremamente alto ao adquirente<sup>145</sup>.

---

<sup>144</sup> NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Medidas defensivas à Tomada de Controle de Companhias* – São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 62 e seguintes.

<sup>145</sup> “(...) em primeiro lugar, em razão do prêmio pelo controle que geralmente será pedido pelo alienante. Em segundo lugar, em face do custo não estimado que advirá de tal operação, nos países em que a OPA *a posteriori* é obrigatória por lei, tal qual no Brasil segundo o artigo 254-A da LSA de 1976”. PRADO, Nioac Roberta. *Oferta pública de ações obrigatória nas S.A.*: Tag Along. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p.77.

A *escalada acionária* remete à aquisição progressiva de ações em bolsa de valores que garantam a eventual conquista do controle societário, e consiste numa operação de atos conjuntos promovida pelo adquirente. A seu respeito, pode-se registrar o seguinte conceito:

“(...) mecanismo de aquisição de controle societário, que consiste na aquisição progressiva, em Bolsa de Valores (mercado secundário) e, eventualmente, em contratações privadas com acionistas minoritários, de participações acionárias votantes de emissão de companhia aberta cujo controle se pretende adquirir, pela pessoa, ou grupo de pessoas, físicas ou jurídicas, até que esta(s) adquira(m) número suficiente de ações com direito a voto para efetivamente exercer o controle desta companhia aberta”.<sup>146</sup>

A escala acionária é dotada de vantagens e desvantagens ao se considerar o objetivo pelo qual é promovida. Por consistir em manobra de aquisição realizada em conjuntos de diferentes atos, quais sejam a compra e venda esparsa de ações relevantes para o poder de controle da companhia, a efetiva aquisição do controle fica submetida a incertezas, que podem acabar por comprometer o panorama que se vislumbrara inicialmente à fase decisória de compra de vendas.

Embora a natureza silenciosa dessa modalidade de aquisição desperte o interesse dos adquirentes, a intervenção de terceiros em momento intermediário às aquisições acionárias, por exemplo, pode inviabilizar a estratégia do adquirente, bem como a alteração do preço das ações que precisam ser adquiridas.

A despeito das dificuldades iminentes à escalada acionária, a CVM tem emitido normas que visam afastar a ocorrência dessa modalidade na legislação brasileira. A esse respeito, vale conferir o teor da Instrução nº 358/02 que, em seu artigo 12, estipula o dever de informação do adquirente à companhia que teve um bloco de ações do seu capital comprado por um agente do mercado de valores, o qual, por sua particular relevância, a seguir é integralmente reproduzido:

“Art. 12. Os acionistas controladores, diretos ou indiretos, e os acionistas que elegerem membros do conselho de

---

<sup>146</sup> PRADO, Nioac Roberta. *Oferta pública de ações obrigatória nas S.A.: Tag Along*. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p.70.

administração ou do conselho fiscal, bem como qualquer pessoa natural ou jurídica, ou grupo de pessoas, agindo em conjunto ou representando um mesmo interesse, que realizarem negociações relevantes deverão enviar à companhia as seguintes informações:

I - nome e qualificação, indicando o número de inscrição no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas ou no Cadastro de Pessoas Físicas;

II – objetivo da participação e quantidade visada, contendo, se for o caso, declaração de que os negócios não objetivam alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa da sociedade;

III – número de ações e de outros valores mobiliários e instrumentos financeiros derivativos referenciados em tais ações, sejam de liquidação física ou financeira, explicitando a quantidade, a classe e a espécie das ações referenciadas;

IV – Revogado;

V – indicação de qualquer acordo ou contrato regulando o exercício do direito de voto ou a compra e venda de valores mobiliários de emissão da companhia; e

VI – se o acionista for residente ou domiciliado no exterior, o nome ou denominação social e o número de inscrição no Cadastro de Pessoas Físicas ou no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas do seu mandatário ou representante legal no País para os efeitos do art. 119 da Lei nº 6.404, de 1976.

§ 1º Considera-se negociação relevante o negócio ou o conjunto de negócios por meio do qual a participação direta ou indireta das pessoas referidas no caput ultrapassa, para cima ou para baixo, os patamares de 5% (cinco por cento), 10% (dez por cento), 15% (quinze por cento), e assim sucessivamente, de espécie ou classe de ações representativas do capital social de companhia aberta.

§ 2º Ressalvado o disposto no § 3º, as obrigações previstas no caput e no § 1º se estendem também:

I – à aquisição de quaisquer direitos sobre as ações e demais valores mobiliários ali mencionados; e

II – à celebração de quaisquer instrumentos financeiros derivativos referenciados em ações de que trata o caput, ainda que sem previsão de liquidação física.

§ 3º Nas hipóteses previstas no § 2º, devem ser observadas as seguintes regras:

I – as ações diretamente detidas e aquelas referenciadas por instrumentos financeiros derivativos de liquidação física serão consideradas em conjunto para fins da verificação dos percentuais referidos no § 1º deste artigo;

II – as ações referenciadas por instrumentos financeiros derivativos com previsão de liquidação exclusivamente financeira serão computadas independentemente das ações de



que trata o inciso I para fins de verificação dos percentuais referidos no § 1º deste artigo;

III – a quantidade de ações referenciadas em instrumentos derivativos que confirmam exposição econômica às ações não pode ser compensada com a quantidade de ações referenciadas em instrumentos derivativos que produzam efeitos econômicos inversos; e

IV – as obrigações previstas no caput deste artigo não se estendem a certificados de operações estruturadas – COE, fundos de índice de valores mobiliários e outros instrumentos financeiros derivativos nos quais menos de 20% (vinte por cento) de seu retorno seja determinado pelo retorno das ações de emissão da companhia.

§ 4º A comunicação a que se refere o caput será feita imediatamente após ser alcançada a participação referida no § 1º.

§ 5º Nos casos em que a aquisição resulte ou que tenha sido efetuada com o objetivo de alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa da sociedade, bem como nos casos em que a aquisição gere a obrigação de realização de oferta pública, nos termos da regulamentação aplicável, o adquirente deve, ainda, promover a divulgação, no mínimo, pelos mesmos canais de comunicação habitualmente adotados pela companhia, nos termos do art. 3º, § 4º, de aviso contendo as informações previstas nos incisos I a VI do caput deste artigo.

§ 6º O Diretor de Relações com Investidores é o responsável pela transmissão das informações, assim que recebidas pela companhia, à CVM e, se for o caso, às entidades administradoras dos mercados em que as ações da companhia sejam admitidas à negociação”.<sup>147</sup>

A regulação da CVM supratranscrita, como pode se vislumbrar, estabelece uma série procedimentos necessariamente observáveis aos agentes mercadológicos que visam adquirir o controle da companhia-alvo, dado que uma série de consequências pode advir de tal manobra, tudo em consonância com a Lei de Sociedades Anônimas.<sup>148</sup>

<sup>147</sup> Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002. Disponível em: < <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst358.html> >. Acesso em 15/06/2017.

<sup>148</sup> O § 6º do artigo 4-A da Lei nº 6.404/76 estabelece que: “§ 6º O acionista controlador ou a sociedade controladora que adquirir ações da companhia aberta sob seu controle que elevem sua participação, direta ou indireta, em determinada espécie e classe de ações à porcentagem que, segundo normas gerais expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes, será obrigado a fazer oferta pública, por preço determinado nos termos do § 4o, para aquisição da totalidade das ações remanescentes no mercado. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)”. Trata-se de oferta pública obrigatória por parte de acionista adquirente de mais títulos na hipótese de ocorrência escala acionária, a fim de que a liquidez do mercado de capitais continue em patamar que represente um incentivo ao investidor. Destaca-se, inclusive, que as empresas aderentes do Novo Mercado devem garantir

Em função disso, estima-se que a classificação de *amigável* à escala acionária se enquadra perfeitamente, tendo em vista o atual cenário regulatório brasileiro, que obriga a notificação da sociedade cujas ações se encontram em operações, inviabiliza uma compra de ações em bolsa de valores sem a ciência da companhia cujo capital social se encontra envolvido em operações de compra e venda.

Em modalidade de aquisição controle seguinte, cumpre registrar a *cessão de controle externo*. Como já referenciado, o controle externo é aquele exercido por agentes não internos à estrutura societária, possivelmente em virtude de um contrato entre a sociedade e terceiros, em virtude de um crédito que vincule a companhia a determinadas condições de funcionamento, ou a existência de um monopólio que vincule a atividade da companhia a um determinado vendedor atacadista, por exemplo.

Caso o fundamento jurídico seja um contrato de fornecimento de produto monopolístico, que enseje o exercício do poder de controle externo venha a ser alienado ou venha a passar por uma novação subjetiva, independentemente da ingerência da companhia, o poder de controle será alienado a um novo elemento, que adquirirá tal direito de controle de forma *derivada*, ou seja, exatamente nos mesmos termos que era exercido.<sup>149</sup>

A *subscrição de ações* consiste em medida aquisitiva que, ao promover o aumento de capital social de determinada sociedade anônima de capital aberto, oportuniza o aumento de ações que garantam o controle societário, posto que consiste em manobra que ignora o direito de preferência dos demais acionistas minoritários. Sem que haja o exercício do direito de preferência por parte de acionistas minoritários, estes perdem proporção na participação acionária, o que acaba por ensejar a aquisição de controle por parte de terceiros.

O direito de preferência em fase de subscrição de ações é regulado pelo artigo 171 da Lei nº 6.404/76, que determina, em seu caput, que: “Na

---

um percentual mínimo de ações em circulação no mercado de capitais, a fim de que a sua liquidez reste em patamar aceitável ao investidor.

<sup>149</sup> NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Medidas defensivas à Tomada de Controle de Companhias* – São Paulo: Quartier Latin, 2011, P. 69.

proporção do número de ações que possuírem, os acionistas terão preferência para a subscrição do aumento de capital”. Trata-se de medida de aquisição não hostil, já que os acionistas minoritários terão que deixar de exercer, deliberadamente, o direito de preferência constante do artigo 171 do diploma supramencionado.

Na hipótese de o estatuto social não prever o aumento do capital social sem que haja sua alteração, nos termos do artigo 168 da Lei nº 6.404/76, o órgão social então competente para deliberar pela subscrição de ações promoverá as medidas essenciais ao oferecimento de preferência aos acionistas minoritários, contanto que a preferência seja exercido de forma proporcional ao total de ações já à disposição desse acionista. A esse respeito, confira-se:

“Art. 168. O estatuto pode conter autorização para aumento do capital social independentemente de reforma estatutária.

§ 1º A autorização deverá especificar:

- a) o limite de aumento, em valor do capital ou em número de ações, e as espécies e classes das ações que poderão ser emitidas;
- b) o órgão competente para deliberar sobre as emissões, que poderá ser a assembleia-geral ou o conselho de administração;
- c) as condições a que estiverem sujeitas as emissões;
- d) os casos ou as condições em que os acionistas terão direito de preferência para subscrição, ou de inexistência desse direito (artigo 172).

§ 2º O limite de autorização, quando fixado em valor do capital social, será anualmente corrigido pela assembleia-geral ordinária, com base nos mesmos índices adotados na correção do capital social.

§ 3º O estatuto pode prever que a companhia, dentro do limite de capital autorizado, e de acordo com plano aprovado pela assembleia-geral, outorgue opção de compra de ações a seus administradores ou empregados, ou a pessoas naturais que prestem serviços à companhia ou a sociedade sob seu controle”.<sup>150</sup>

Contata-se que o direito de preferência pode ser também excluído, conforme consta na alínea “d” do §1º do artigo 168, que faz menção ao artigo 172 da Lei nº 6.404/76. Segundo este dispositivo, o aumento de capital por subscrição pode ser realizado sem que seja oferecido aos demais acionistas o

---

<sup>150</sup> Disponível em < [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L6404consol.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm) >. Acesso em 17/05/2017.

exercício do direito de preferência, fator que afastaria o aumento de controle por eventual sócio a partir de uma desproporcionalidade nessa medida.

As convenções de voto remetem aos acordos de acionistas que primam pela transferência do poder de controle de companhias abertas, podendo tais convenções ser tipificadas em três espécies: “(...) entre acionistas, entre acionistas e pessoas estranhas à sociedade, e entre acionistas e a própria companhia ou seus administradores”.<sup>151</sup>

As convenções celebradas entre acionistas são as mais comuns, enquanto a segunda espécie acaba por provocar a alienação de controle externo, e a convenção celebrada entre acionistas entre a própria companhia ou seus administradores é ilícita.

As convenções podem ser constituídas com natureza unilateral, bilateral ou plurilateral no tocante às obrigações assumidas, posto que consiste em negócio jurídico de natureza privada, e conforme restar estipulado as obrigações entre as partes envolvidas, estas se mostrarão plenamente válidas, contanto que em consonância com a legislação aplicável.

Neste prisma, destaca-se que é vedado ao acionista negociar convenção de voto de forma a transferir a terceiro o seu direito de voto, mesmo o votante se mostrando destituído de qualquer propriedade acionária. O que pode acontecer, em circunstância similar ao que ora exposto, é o credor pignoratício exercer de ação exercer o direito de voto em substituição ao proprietário da ação, conforme previsão excepcional do artigo 114 da Lei nº 6.404/76.

Caso contrário, o acionista que indevidamente imputar a terceiro o seu direito de voto em Assembleia Geral estará incorrendo no crime previsto no artigo 177, § 2º, do Código Penal, que aduz que: “ § 2º - Incorre na pena de detenção, de seis meses a dois anos, e multa, o acionista que, a fim de obter vantagem para si ou para outrem, negocia o voto nas deliberações da assembleia geral”.

---

<sup>151</sup> COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. 4ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005, p. 218.

Por fim, cumpre analisar as ofertas públicas de aquisição de controle (OPA), reguladas a partir do artigo 257 da Lei nº 6.404.76, principal modalidade de aquisição hostil de poder de controle societário utilizado no mercado de capitais.

Desde já destaca-se a distinção entre as ofertas públicas de aquisição, que possuem natureza voluntária, das ofertas públicas de aquisição obrigatória, cujo oferecimento obedece determinação do artigo 254-A da Lei nº 6.404/76.

A OPA é classificado como um ato *unilateral*, já que, uma vez promovido por um agente de mercado que se mostre interessado em adquirir as ações de determinada companhia, o ato se mostra juridicamente perfeito. Se mostra, desta feita, *voluntário*, posto que parte da conduta volitiva do agente de mercado que almeja a supramencionada aquisição.

A OPA, caso exitosa, gera um poder de controle de natureza *originária* e, portanto, destituído de qualquer peculiaridade ou especificidade inerente a um controle previamente exercido na companhia alvo.<sup>152</sup>

Trata-se de medida de aquisição que se desenvolve em *operação de ato único*, posto que concretizada a partir da promoção da conduta unilateral de oferta de aquisição. As OPAs podem ter natureza *hostil* ou *amigável*, característica que varia de acordo com a existência de conflitos entre o controlador societário e o seu administrador, ou de qualquer conflito que gere dualidade nas tratativas relativas à aquisição por oferta pública.

A OPA consiste numa oferta a todos os acionistas da companhia alvo de uma condição de compra e venda em condição de igualdade, fator que permite o ofertante alcançar um montante de ações que lhe garante o poder de controle almejado. Desta feita, mediante tal método, o controle pode ser adquirido de forma originária, hostil, e integralmente em harmonia coma

---

<sup>152</sup> “(...) oferta pública para aquisição de controle é negócio unilateral mediante o qual o ofertante faz oferta pública de ações (e não do bloco de controle) em número suficiente para formar o bloco de controle; não há, nessa hipótese, alienação de controle, e sim aquisição originária do controle”. LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. A Lei das S.A. v. 2, 2ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 676.

legislação aplicável, já que os acionistas poderão voluntariamente optar por vender ou não seus valores mobiliários.

Com isso, vislumbra-se o motivo da OPA ser o principal instrumento de concretização de aquisições hostis de poder de controle societário, hipótese que vem a se tornar realidade quando o capital social se encontra disperso e enseja condições favoráveis ao adquirente ou ofertante.

De forma a incentivar a concretização da oferta, os valores cotados à ações nessa transação de compra e venda são superiores ao que resta cotado no mercado de capitais, motivo pelo qual a aceitação a tal proposta comporta incontestável benefício aos acionistas da companhia alvo.

Como já mencionado, o artigo 257 da Lei nº 6.404/76 estabelece sob quais moldes a oferta pública de aquisição deve ser promovida, conforme se **demonstra** a seguir:

“Art. 257. A oferta pública para aquisição de controle de companhia aberta somente poderá ser feita com a participação de instituição financeira que garanta o cumprimento das obrigações assumidas pelo ofertante.

§ 1º Se a oferta contiver permuta, total ou parcial, dos valores mobiliários, somente poderá ser efetuada após prévio registro na Comissão de Valores Mobiliários.

§ 2º A oferta deverá ter por objeto ações com direito a voto em número suficiente para assegurar o controle da companhia e será irrevogável.

§ 3º Se o ofertante já for titular de ações votantes do capital da companhia, a oferta poderá ter por objeto o número de ações necessário para completar o controle, mas o ofertante deverá fazer prova, perante a Comissão de Valores Mobiliários, das ações de sua propriedade.

§ 4º A Comissão de Valores Mobiliários poderá expedir normas sobre oferta pública de aquisição de controle.

#### **Instrumento da Oferta de Compra**

Art. 258. O instrumento de oferta de compra, firmado pelo ofertante e pela instituição financeira que garante o pagamento, será publicado na imprensa e deverá indicar:

I - o número mínimo de ações que o ofertante se propõe a adquirir e, se for o caso, o número máximo;

II - o preço e as condições de pagamento;

III - a subordinação da oferta ao número mínimo de aceitantes e a forma de rateio entre os aceitantes, se o número deles ultrapassar o máximo fixado;

IV - o procedimento que deverá ser adotado pelos acionistas aceitantes para manifestar a sua aceitação e efetivar a transferência das ações;

V - o prazo de validade da oferta, que não poderá ser inferior a 20 (vinte) dias;

VI - informações sobre o ofertante.

Parágrafo único. A oferta será comunicada à Comissão de Valores Mobiliários dentro de 24 (vinte e quatro) horas da primeira publicação.

#### **Instrumento de Oferta de Permuta**

Art. 259. O projeto de instrumento de oferta de permuta será submetido à Comissão de Valores Mobiliários com o pedido de registro prévio da oferta e deverá conter, além das referidas no artigo 258, informações sobre os valores mobiliários oferecidos em permuta e as companhias emissoras desses valores.

Parágrafo único. A Comissão de Valores Mobiliários poderá fixar normas sobre o instrumento de oferta de permuta e o seu registro prévio.

#### **Sigilo**

Art. 260. Até a publicação da oferta, o ofertante, a instituição financeira intermediária e a Comissão de Valores Mobiliários devem manter sigilo sobre a oferta projetada, respondendo o infrator pelos danos que causar.

#### **Processamento da Oferta**

Art. 261. A aceitação da oferta deverá ser feita nas instituições financeiras ou do mercado de valores mobiliários indicadas no instrumento de oferta e os aceitantes deverão firmar ordens irrevogáveis de venda ou permuta, nas condições ofertadas, ressalvado o disposto no § 1º do artigo 262.

§ 1º É facultado ao ofertante melhorar, uma vez, as condições de preço ou forma de pagamento, desde que em porcentagem igual ou superior a 5% (cinco por cento) e até 10 (dez) dias antes do término do prazo da oferta; as novas condições se estenderão aos acionistas que já tiverem aceito a oferta.

§ 2º Findo o prazo da oferta, a instituição financeira intermediária comunicará o resultado à Comissão de Valores Mobiliários e, mediante publicação pela imprensa, aos aceitantes.

§ 3º Se o número de aceitantes ultrapassar o máximo, será obrigatório o rateio, na forma prevista no instrumento da oferta.

#### **Oferta Concorrente**

Art. 262. A existência de oferta pública em curso não impede oferta concorrente, desde que observadas as normas desta Seção.

§ 1º A publicação de oferta concorrente torna nulas as ordens de venda que já tenham sido firmadas em aceitação de oferta anterior.

§ 2º É facultado ao primeiro ofertante prorrogar o prazo de sua oferta até fazê-lo coincidir com o da oferta concorrente.

#### **Negociação Durante a Oferta**

Art. 263. A Comissão de Valores Mobiliários poderá expedir normas que disciplinem a negociação das ações objeto da oferta durante o seu prazo”.

Diversas informações essenciais à depreensão da dinâmica da OPA na legislação brasileira restaram dispostas na Lei nº 6.404/76.

Primeiramente, constata-se que a intermediação por instituição financeira é facultativa, sendo opcional ao ofertante, principal idealizador do negócio jurídico, optar pela sua estruturação. Ressalta-se, neste ponto, a natureza de negócio jurídico privado da OPA.

No entanto, independentemente da existência de uma instituição financeira intermediando a transação proposta, o instrumento da oferta pública de aquisição será feito nos moldes delimitados pelo artigo 258, que determina a comunicação da sua publicação à Comissão de Valores, necessariamente vinculada.

Neste sentido, aponta o artigo 259, parágrafo único, que faculta à CVM “fixar normas sobre o instrumento de oferta de permuta e o seu registro prévio”. A oferta, vale também destacar, até antes de sua publicação, nos moldes do artigo 260, é sigilosa, cautela que permite ao ofertante estruturar de forma mais apurada o seu instrumento.

Uma vez publicada a OPA, a oferta adquire natureza vinculada, ou seja, o ofertante deverá se ater aos termos do instrumento que apresentou perante os acionistas, embora o termo ofertado comporte, segundo as disposições do artigo 261 e 263, negociações intermediárias em meio a transação intercorrente.

Muitas dos agentes de mercado que promovem as OPAs são financiados em sua tentativa de aquisição de controle no mercado de capitais, a fim de que os resultados da efetiva alienação do controle sejam compartilhados entre terceiros e os novos controladores. Com a estruturação financeira de tal manobra, os preços cotados aos acionistas, em fase de oferta, podem ser mais atrativos e, desta feita, contarem com maior chance de êxito.

As manobras de financiamento das OPAs são denominadas de *leveraged buyout* (LBO)<sup>153</sup>, por intermédio das quais terceiros subsidiam as ofertas a serem propostas perante os acionistas da companhia alvo. Com a estrutura financeira viabilizada por tais agentes, os preços oferecidos pelas

---

<sup>153</sup> MUELLER, Holger M.; PANUNZI, Fausto. Disponível em: <file:///C:/Users/Leonardo/Downloads/SSRN-id415480.pdf>. Acesso em 15/06/2017.



ações se tornam mais atrativos, facilitando as chances de sucesso do negócio jurídico.

As LBO, além de representarem financiamentos de instituições financeiras, empresas ou possíveis agentes de mercado que podem se beneficiar de tais transações, também podem representar métodos de financiamento segundo o qual a companhia alvo, sociedade a ser incorporada pela ofertante, nos termos do artigo 227 da Lei nº 6.404/76<sup>154</sup>, assume a dívida do financiamento. Trata-se de estratégia arriscada, visto que pressupõe a assunção de um ônus financeiro por parte da nova sociedade a ser gerada, mesmo que não haja a garantia de sucesso da aquisição.

No âmbito do financiamento das LBOs, destaca-se o *management buyout* como espécie de aquisição hostil financiada por terceiros, mas promovida pelos próprios membros da administração da companhia alvo. Nessa modalidade, os administradores preveem o endividamento da própria companhia em que trabalham para fins de efetiva aquisição de controle por intermédio de ofertas públicas de aquisição.<sup>155</sup>

Em regra, os administradores, por se encontrarem mais próximos do gerenciamento societário e da condução da atividade empresarial da companhia, possuem maior conhecimento operacional, financeiro, gerencial e contábil social, prerrogativa que facilita a estruturação de um financiamento destinado a assegurar uma aquisição de poder de controle.

O financiamento de ofertas públicas de aquisições com o endividamento das companhias alvo, seja na espécie de *leveraged buyout* ou na *management buyout*, pode se chocar com o artigo 117 da, § 1º, alínea “b”

---

<sup>154</sup> “Art. 227. A incorporação é a operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações. § 1º A assembleia-geral da companhia incorporadora, se aprovar o protocolo da operação, deverá autorizar o aumento de capital a ser subscrito e realizado pela incorporada mediante versão do seu patrimônio líquido, e nomear os peritos que o avaliarão. § 2º A sociedade que houver de ser incorporada, se aprovar o protocolo da operação, autorizará seus administradores a praticarem os atos necessários à incorporação, inclusive a subscrição do aumento de capital da incorporadora. § 3º Aprovados pela assembleia-geral da incorporadora o laudo de avaliação e a incorporação, extingue-se a incorporada, competindo à primeira promover o arquivamento e a publicação dos atos da incorporação”. Trata-se das disposições relativas ao procedimento de incorporação societária, inerente ao procedimento de *leverage buyout*

<sup>155</sup> NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Medidas defensivas à Tomada de Controle de Companhias* – São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 104.

da Lei nº 6.404/76, que veda o exercício abusivo de poder de controle no ato de promoção de

“(...) liquidação de companhia próspera, ou a transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia, com o fim de obter, para si ou para outrem, vantagem indevida, em prejuízo dos demais acionistas, dos que trabalham na empresa ou dos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia”.<sup>156</sup>

Neste prisma, o novo acionista da companhia-alvo poderá provocar um conflito de interesses, concretizado pelo endividamento social em confronto com o seu interesse pessoal, que efetivamente o conduziu à oferta pública de aquisição de controle societário.

Com as informações já registradas, acredita-se que o conhecimento essencial à depreensão das aquisições societárias hostis, nomeadamente as ofertas públicas de aquisição, restou devidamente explorado. Cumpre, desta feita, analisar as medidas defensivas promovidas em face às manobras de aquisições hostis.

### **1.6 Das medidas defensivas contra aquisições hostis**

Como já analisado, por diversas formas podem o controle de uma companhia ser alienado ou adquirido: por manobras de alienação de natureza amigável ou hostil, em ato único ou por intermédio de atos conjuntos, com origem em controle interno ou externo.

Ressalta-se que a aquisição ou a alienação do poder de controle não se dá exclusivamente nas companhias abertas, mas também nas de capital fechado. O foco dedicado às sociedades anônimas de capital aberto se justifica pelo escopo do presente estudo, que focaliza a (des)necessidade de regulação das medidas defensivas contra aquisições hostis de companhias abertas.

O Brasil não apresenta o mercado de capitais tão evoluído quanto os Estados Unidos e o Reino Unido, de fato. Em realidade, é em virtude do crescimento do mercado de capitais brasileiro, bem como do fenômeno da

---

<sup>156</sup> Disponível em <[https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L6404consol.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm)>. Acesso em 20/06/2017.

dispersão acionária, que o tema em voga tem adquirido maior relevância no campo acadêmico brasileiro.

Desde já, assim, esclarece-se que as terminologias extensíveis às medidas defensivas possuem origem, principalmente, na língua inglesa, não tendo sido promovida tradução técnica e literal dos termos utilizados nesses outros Estados de Direito.

A principal terminologia que remete às medidas defensivas são as *poison pills*<sup>157</sup>, termo que representa tão somente uma espécie de medida defensiva, e não o gênero das medidas defensivas como um todo. É costumeiramente utilizado, também, o termo “afasta-tubarão” (*shark-repellent*)<sup>158</sup> quando almeja-se destacar referências às medidas defensivas como um gênero.

Embora o presente estudo tenha firmado posicionamento no sentido de garantir o efetivo controle das companhias para que se alcance a consunção do seu objetivo primordial, qual seja o auferimento de lucro na atividade empresarial conduzida pela sociedade, deve-se consentir que existe uma discussão que questiona a verdadeira finalidade das medidas defensivas: seriam tais medidas destinadas à proteção dos seus acionistas, ou ao aumento da segurança dos administradores da companhia-alvo?

A linha de raciocínio estabelecida neste estudo permite desenvolver a seguinte construção: os acionistas são os verdadeiros proprietários da companhia, posto que retêm as ações, valores mobiliários que lhes garante poderes sobre o capital social. Tais acionistas, por sua vez, buscam maximizar o lucro da atividade promovida pela companhia. Em regra, pressupõe-se que a

---

<sup>157</sup> Segundo o conceito do Black Law Dictionary, as *poison pills* são “A takeover prevention strategy that makes stock look bad to the interested buyer”. Dicionário Jurídico Americano. Disponível em <a href="http://thelawdictionary.org/poison-pill/" title="POISON PILL">POISON PILL</a>. Acesso em 21/05/2017.

<sup>158</sup> Segundo o Black Law Dictionary, o termo “*shark repellent*” remete às medidas defensivas como um gênero, alocando o mesmo no campo da “*anti-takeover defense*”. A esse respeito, confira-se: “A legal or structural tactic adopted by a company in order to protect it from being acquired by another company. Defenses may be used in conjunction with, or as a substitute for, ANTITAKEOVER LAWS. Also known as PORCUPINE PROVISION, SHARK REPELLENT”. Endereço eletrônico do Dicionário Jurídico Americano. Disponível em <a href="http://thelawdictionary.org/poison-pill/" title="POISON PILL">POISON PILL</a>. Acesso em 21/05/2017.

administração societária garantirá que a boa dinâmica interna à companhia contribuirá para a otimização do lucro na condução da atividade empresarial.

No entanto, como inclusive já mencionado, por diversas vezes, existe conflito de interesses entre a administração da companhia e entre os seus acionistas. Pode ser, neste prisma, que os administradores efetivamente disponham do conhecimento e da gestão mais adequada à consunção dos objetivos societários, já que os sócios da companhia mudam de acordo com a negociação de ações no mercado de capitais.

Pode ser, também, que os administradores desejem permanecer numa posição de poder na sociedade, desejando perpetuar suas funções independentemente do arbítrio dos seus acionistas majoritários. Na hipótese de o controle ser exercido minoritariamente, a ingerência interna da administração alcança novos patamares, possibilitando, inclusive, um perigo maior de efetiva alienação hostil de controle societário.

Ocorre que, mesmo que o controle minoritário seja exercido em determinada companhia, e que o controle gerencial se sobreponha aos acionistas que detêm menos da metade capital social dessa companhia, tem-se, neste estudo, que o interesse dos verdadeiros proprietários da companhia, quais sejam os acionistas, mesmo que consolidado em convenção de voto ou em estrutura de poder minoritária, deve prevalecer sobre os interesses da administração societária.

É bem verdade que o fato dos acionistas não disporem do conhecimento necessário para conduzir companhia de forma mais eficiente ou estratégica sob uma perspectiva gerencial, econômica ou contábil se mostra prejudicial à sinergia que a empresa demanda entre administradores e acionistas. Tal circunstância pode, de fato, inviabilizar a continuidade da empresa, caso a efetiva administração não disponha do conhecimento técnico suficiente para conduzir a empresa de forma satisfatória.

Em função dessa dualidade, inclusive, é que podem ser suscitados dois modelos para as medidas defensivas contra aquisições hostis, um que aloca o poder-dever decisório aos acionistas, efetivos proprietários da

companhia aberta alvo, e uma que atribui tal poder-dever aos órgãos de administração societários.<sup>159</sup>

Nas hipóteses em que o poder-dever decisório é imputado aos acionistas, as medidas defensivas a serem adotadas a partir da oferta pública de aquisições são idealizadas e operacionalizadas pelos sócios da companhia, enquanto que no modelo diverso, as decisões relacionadas a reações perante ofertas públicas de aquisição são estruturadas e implementadas pelos administradores societários.

Deve-se consentir que, em ambas as modalidades de alocação do poder-dever decisório, a administração da companhia se mostra presente e influi no resultado da oferta pública de aquisição, por vezes se manifestando em posicionamento meramente opinativo, por vezes assumindo diretamente as decisões de aceitação ou não da aquisição hostil.

No entanto, deve-se assegurar de que a alocação de implementação das medidas defensivas à administração societária não deve consistir em método de “entrincheiramento”<sup>160</sup> dos administradores, que por vezes podem abusar de seus poderes para se manterem em posse de seus cargos em detrimento da melhor opção para a companhia.

No ordenamento jurídico nacional, os acionistas detêm o poder-dever decisório relativo às ofertas públicas de aquisição, posicionamento que o presente estudo reproduz. A despeito disso, o artigo 32-D da Instrução CVM nº 361/02, positivado pela Instrução CVM nº 487/10, garante aos administradores o direito de opinarem sobre as ofertas públicas de aquisição promovidas nos seguintes termos:

“Art. 32-D. Caso o conselho de administração da companhia objeto decida se manifestar de modo favorável ou contrário à aceitação da OPA para aquisição de controle:

---

<sup>159</sup> DAVIES, Paul; HOPT, Klaus J. Control Transactions. In: KRAAKMAN, Reinier *et al.* *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*. Oxford: Oxford University Press, 2004, p. 163.

<sup>160</sup> Neste sentido, pode-se citar GOLDMAN, Eitan; SEVILIR, Merih. Large Shareholders and the Value of Takeover Defenses. 28.08.2008. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1260374>>. Acesso em 25/06/2017. Determinadas medidas defensivas podem gerar o efeito nocivo consistente na defesa excessiva do cargo de administrador, consequência que deve se evitar a todo custo, ainda mais considerando-se o modelo regulatório brasileiro, a seguir explorado.

I – a manifestação deverá abordar todos os aspectos relevantes para a decisão do investidor, sobretudo o preço oferecido na OPA;

II – a manifestação deve descrever as alterações relevantes na situação financeira da companhia objeto ocorridas desde a data das últimas demonstrações financeiras ou informações trimestrais divulgadas ao mercado; e

III – cópia da manifestação deverá ser divulgada ao mercado por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores”.

De fato, a alocação do poder-dever decisório varia de acordo com o ordenamento jurídico em tela. No Brasil, todavia, o acionista detém plena liberdade para decidir pela aceitação ou não da oferta independentemente de realização de Assembleia Geral, prerrogativa que facilita a dinamicidade e a celeridade do processo de aquisição por intermédio da OPA.

Desta forma, as medidas defensivas se prestarão a impedir que a livre deliberação dos acionistas conduza à alienação do poder de controle a partir das ofertas públicas de aquisição, embora seja essencial destacar, desde já, que tais medidas não devem, de forma alguma, inviabilizar totalmente a alienação do controle, já que a OPA pode adquirir caráter negocial e consensual livremente pactuado entre as partes.

Em suma, os efeitos que as medidas defensivas produzirão são a estabilização da dispersão acionária por intermédio de estratégias que possuirão o condão de anular a dispersão acionária, a irradiação no efeito das compras, com medidas que tornarão a aquisição hostil demasiadamente onerosa, o efeito disciplinar em relação aos administradores, com estratégias que os farão se posicionar de forma mais veemente contra a tentativa de aquisição hostil, o desestímulo ao investimento, com a venda de ativos valiosos da empresa, e o envolvimento da administração no procedimento negocial.

Cumprido, assim, elencar as tipologias das medidas defensivas a serem exploradas neste estudo.

#### **1.6.1 Das tipologias das medidas defensivas**

Anteriormente à análise das espécies das medidas defensivas, as tipologias extensíveis a tais espécies restarão desenvolvidas.

Em primeira classificação, distingue-se as mencionadas medidas entre *preventivas* e *posteriores*. Trata-se de classificação relevante para o instituto, pois pode repercutir na imputação de punição ou não ao administrador da companhia-alvo, caso este cometa qualquer espécie de transgressão ao refutar a oferta pública sem que haja consulta aos acionistas, por exemplo.<sup>161</sup>

Assim, as medidas defensivas *preventivas* remetem às diligências realizadas anteriormente à oferta pública de aquisição, provocando efeitos de afastamento automáticos a partir desse marco temporal. Uma medida preventiva, para fins de exemplificação, provoca a mudança de certas competências societárias decisórias aos órgãos administrativos da companhia a partir da oferta pública de aquisição.

Por outro lado, as medidas *posteriores*, que podem ser facilmente taxadas, também, de *repressivas*, são as operações promovidas em momento posterior à oferta pública de aquisição, sendo que o momento que representa o marco inicial da OPA é a sua publicidade, conforme os ditames do artigo 4<sup>a</sup>-A da Instrução da CVM nº 361/02.<sup>162</sup>

Após a oferta pública ter adquirido publicidade, as medidas defensivas a serem implementadas pela administração da companhia-alvo se submetem a um maior rigor, dado que as diligências supostamente essenciais

<sup>161</sup> NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Medidas defensivas à Tomada de Controle de Companhias* – São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 118.

<sup>162</sup> “Art. 4<sup>o</sup>-A O ofertante deve guardar sigilo a respeito da OPA até sua divulgação ao mercado, bem como zelar para que seus administradores, empregados, assessores e terceiros de sua confiança também o façam. § 1<sup>o</sup> A obrigação de sigilo prevista no caput se estende até: I – a data em que for divulgado fato relevante referente a OPA sujeita a registro na CVM, nos termos do art. 9<sup>o</sup> da Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002; ou II – a data em que for publicado o edital de OPA não sujeita a registro na CVM. § 2<sup>o</sup> Caso a informação escape do controle do ofertante antes da data referida no §1<sup>o</sup>, o potencial ofertante deverá, imediatamente: I – publicar o instrumento de OPA, nos termos do art. 11; ou II – informar ao mercado que tem interesse em realizar a OPA, ou que está considerando essa possibilidade, embora ainda não tenha certeza de sua efetivação. § 3<sup>o</sup> Exceto quando se tratar de OPA sujeita a registro, o anúncio previsto no §2<sup>o</sup>, inciso II, deverá: I – incluir as informações indicadas nos itens “i” até “m” do inciso I do Anexo II; e II – ser encaminhado ao diretor de relações com investidores da companhia objeto, para que este o divulgue imediatamente ao mercado, por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores. § 4<sup>o</sup> Caso o ofertante divulgue o anúncio previsto no §2<sup>o</sup>, inciso II, a CVM poderá fixar um prazo para que ele: I – publique o instrumento de OPA, nos termos do art. 11; ou II – anuncie ao mercado, de maneira inequívoca, que não pretende realizar a OPA dentro do período de 6 (seis) meses”. Instrução CVM nº 361, de 5 de março de 2002. Disponível em <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/300/inst361consolidsem\\_marcas.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/300/inst361consolidsem_marcas.pdf)>. Acesso 04/07/2017.

à defesa dos interesses societários não foram tomadas em momento anterior.<sup>163</sup>

Em tipologia distinta, cabe alocar as medidas defensivas entre as modalidades *estatutárias*, *contratuais* ou *institucionais*.

As medidas defensivas estatutárias remetem ao ato constitutivo das sociedades anônimas abertas, qual seja o estatuto social, documento basilar e orgânico desta modalidade societária. As espécies que se enquadram sob esta classificação serão exploradas no momento seguinte deste estudo.

As medidas defensivas *contratuais* remetem a contratos que geram efeitos protetivos ao poder de controle da companhia, e pode se concretizar em diversas espécies, sob a forma preventiva ou posterior.

Estas medidas, vale ressaltar, se submetem aos critérios de existência, validade e eficácia extensíveis a todo e qualquer negócio jurídico celebrado à luz do ordenamento jurídico brasileiro, inclusive à luz da Lei nº 6.404/76

As medidas defensivas *institucionais* remetem a, literalmente, instituições jurídicas dotadas ou não de personalidade jurídicas criadas com o intento exclusivo de afastar os efeitos das ofertas públicas de aquisição. Neste sentido, pode-se citar a criação de *holdings*, consórcios de sociedades, condomínios e outras estruturas jurídicas que comportem a concentração de capital social disperso.

Em função de tal natureza é que as medidas institucionais são utilizadas em momento posterior à oferta pública de aquisição, já que a criação das chamadas instituições consiste em medidas que repressivas, que buscam afastar um ato já formalizado no mercado de capitais.

Vale destacar, neste espectro, que as medidas institucionais podem se utilizar de instrumentos contratuais tanto de natureza societária quanto obrigacional: a melhor opção dependerá do caso concreto. No entanto, a despeito da casuística, tem-se que, em geral, as medidas defensivas

---

<sup>163</sup> NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Medidas defensivas à Tomada de Controle de Companhias* – São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 120.



institucionais buscam concentrar o capital que se mostrava anteriormente disperso, a fim de que a aquisição hostil reste infrutífera.

A concentração de acionistas investindo em uma determinada *holding*, por exemplo, representa uma forma de centralizar o capital outrora disperso em uma instituição societária, para fins de repressão da oferta pública de aquisição.

Desse exposto, procede-se agora à análise das espécies das medidas defensivas.

### **1.6.2. Das espécies de medidas defensivas**

A seguir serão analisadas as espécies de medidas defensivas empregadas pelas companhias-alvo de ofertas públicas de aquisição.

A essa altura do estudo, contudo, essencial frisar que as medidas a serem analisadas não constituem um rol taxativo, hermeticamente inalteráveis. Como se demonstrará, o intelecto humano é capaz de conceber inúmeras e distintas formas de oferecer resistência às ofertas públicas de aquisição, podendo tais formas serem institucionais, contratuais e estatutárias.

Ora, todas as tipologias extensíveis às medidas defensivas explicitam a natureza contratual de tais medidas, sejam elas tomadas no âmbito do contrato da sociedade anônima, correspondente aos estatutos sociais, no âmbito dos contratos celebrados pelos administradores ou por acionistas com terceiros, ou no âmbito de medidas institucionais, que, por intermédio de contratos, viabilizam estruturas jurídicas que influem na concentração do capital da companhia-alvo.

Noutro giro, as ofertas públicas de aquisição consistem, literalmente, em oferta de compra regulável pelas premissas aplicáveis ao contrato de compra e venda. O diferencial observável neste caso é que a oferta se dá em contexto amplamente regulado, qual seja o mercado de capitais. Como demonstrado, a regulação do mercado de capitais prima pelo aumento de segurança, transparência e publicidade nas transações mobiliárias, tendo em vista a relevância e a possível repercussão desses negócios para a economia brasileira.

Uma vez exploradas tais premissas, cumpre explorar as espécies de medidas defensivas majoritariamente empregadas no cenário jurídico atual.

### **1.6.2.1 Poison Pills – Pílulas de veneno**

A *poison pill*<sup>164</sup> consiste na medida defensiva mais conhecida atualmente, embora exista um equívoco ao se definir a verdadeira natureza desse instituto. Embora seja popularmente conhecida como um gênero que remete às medidas defensivas como um todo, trata-se em realidade, de uma mera espécie destinada a afastar as aquisições hostis.

A *poison pill* nada mais é que a previsão estatutária de um “gatilho” que é acionado a partir da publicidade da oferta pública de aquisição, e gera repercussões nos direitos dos acionistas, bem como na distribuição acionária da companhia-alvo, tudo para que a manobra de aquisição hostil seja, ao menos, refreada.

Inclusive, alcançou-se, em âmbito doutrinário<sup>165</sup>, o consenso já frisado neste estudo, segundo o qual as medidas defensivas devem se prestar a viabilizar meios de reação às ofertas públicas de aquisição, mas não devem afastar peremptoriamente a abertura para negociação entre as partes envolvidas. As *poison pills*, desta feita, se prestam a exercer essa função.

Pode-se, no tocante a este instituto, reproduzir a seguinte conceituação:

“Em sua forma original e mais simples, os planos de *poison pill* consistem em dividendos distribuído aos acionistas detentores de ações ordinárias de companhia suscetível à tomada de controle, mediante pagamento em ações preferenciais, sem direito de voto, de tal companhia. Tais ações preferenciais

<sup>164</sup> A nomenclatura das *poison pills* advém da criação do advogado Martin Limpton, que, em meio à década de 1980, nos Estados Unidos vivenciou diversas tentativas de aquisições hostis de poder de controle e concebeu essa medida como instrumento de resistência. A esse respeito, vale conferir LIPTON, Martin; ROWE, Paul K. Lills, Polls and Professors: A Reply to Professor Gison. *New York University Center for Law and Business Research Paper*, nº 01-006, abr. 2001. Disponível em SSRN:<<http://ssrn.com/abstract=268520>>. Acesso em 21/06/2017.

<sup>165</sup> O caso americano *Moran v. Household* (500 a.2.D 1346, Delaware, 1985, Rel. John J. McNeilly) mostrou-se paradigmático no tocante à viabilidade da utilização das *poison pills* no ordenamento jurídico americano. Com tal julgado, frisou-se um entendimento básico genérico no tocante às medidas defensivas, além de demonstrar que tais medidas devem se prestar a fortalecer uma estrutura de reação à tentativa de aquisição hostil, ao mesmo tempo em que viabilizam um espaço para a barganha e a negociação da oferta de aquisição.

seriam conversíveis em ações ordinárias em caso de tentativa de tomada de controle, caracterizada pela aquisição de ações em montante correspondente a certo limite de participação acionária previamente estabelecida”.<sup>166</sup>

Desta feita, as *poison pills*, em manifestação clássica, proporcionam a transferência de ações conversíveis a acionistas, para que estes possam convertê-las em valores mobiliários que repercutem na oferta de aquisição pública, alterando a concentração acionária ou o valor das ações alienáveis.

Vale lembrar que os conceitos ora explorados relativos às *poison pills* se embasam em aplicações das mesmas no ordenamento jurídico americano, contexto no qual tal instituto foi concebido. Tal circunstância é plausível, já que o mercado de capitais americano se desenvolveu muito mais que o brasileiro.

Inclusive, tem-se que o presente método defensivo sob análise se encontra sob processo de evolução, e é aplicável, atualmente, na forma de *Shareholders Rights Plans* – *SRP*, alternativa que garante aos acionistas da companhia-alvo o direito à aquisição de ações sob condições privilegiadas.

Assim, observa-se que determinadas características podem ser atribuídas às *poison pills*, independentemente da forma que adquirem, a seguir explicitadas:

“Respeitadas as especificidades existentes em cada caso concreto, os planos de *poison pills* têm reconhecidamente algumas características essenciais em comum, quais sejam: (i) o fato de a tentativa de tomada de controle da companhia-alvo funcionar como ‘gatilho’ para que tal medida defensiva possa ser utilizada; e (ii) a possibilidade de que, embora ocorra a tentativa de tomada de controle, a ‘bomba’ contida no plano do *poison pill* possa ser desarmada, seja pela administração e/ou por deliberação em assembleia geral, conforme a sistemática de alocação do poder-dever e decidir quanto à medida defensiva”.<sup>167</sup>

A supracitada possibilidade de “desarmamento” da *poison pill* remete à sua abertura à negociação, circunstância que afasta a medida defensiva em tela como uma medida hermeticamente fechada à efetiva alienação. Desta feita, observa-se que, em todas as modalidades deste instituto, tanto o seu

---

<sup>166</sup> NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Medidas defensivas à Tomada de Controle de Companhias* – São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 136.

<sup>167</sup> NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Medidas defensivas à Tomada de Controle de Companhias* – São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 139.

possível desarme quanto a sua produção de efeitos a partir da oferta de aquisição pública.

De forma sucinta, pode-se afirmar que as *poison pills* geram óbices à aquisição pretendida pelo ofertante, seja alterando a participação acionária estipulada em oferta ou aumentando o custo das transações inerentes à aquisição.

Importante ressaltar que os efeitos das *poison pills* buscam, sempre, afastar o acionista da companhia-alvo que incitou a oferta pública de aquisição hostil a se repelida, nascendo-se o direito de aquisição ou de subscrição tão somente aos demais acionistas/sócios da companhia-alvo.

No tocante às tipologias de medidas defensivas já exploradas neste estudo, tem-se que as *poison pills* podem ser enquadradas como medidas estatutárias, posto que previstas, em geral, nos contratos sociais estatutários das companhias-alvo de ofertas de aquisições públicas, com efeitos repressivos, posto que eficazes a partir da formalização da OPA no mercado de capitais.

Embora a aplicação desse instituto no ordenamento jurídico americano tenha ampla abertura, sua aplicação no ordenamento jurídico brasileiro é controversa, dado que determinadas previsões legais podem se conflitar com os procedimentos aplicados pelas *poison pills*. A Lei nº 6.404/76, bem como as normas produzidas pela CVM podem inviabilizar a utilização de certas modalidades desse instituto.

Primeiramente, o artigo 2º da Instrução Normativa da CVM nº 10/80 veda a recompra de ações ou valores mobiliários emitidos pela própria companhia quando realizada e publicada oferta pública de aquisição, medida que impede a alteração da concentração acionária da companhia-alvo e, conseqüentemente, põe por terra a estratégia da *poison pill* que aposta na redistribuição de dividendos como medida de estruturação de defesa. A esse respeito, confira-se a literalidade da Instrução citada:

“Art. 2º A aquisição, de modo direto ou indireto, de ações de emissão da companhia, para permanência em tesouraria ou cancelamento, é vedada quando:

a) importar diminuição do capital social;

- b) requerer a utilização de recursos superiores ao saldo de lucros ou reservas disponíveis, constantes do último balanço;
- c) criar por ação ou omissão, direta ou indiretamente, condições artificiais de demanda, oferta ou preço das ações ou envolver práticas não eqüitativas;
- d) tiver por objeto ações não integralizadas ou pertencentes ao acionista controlador;
- e) estiver em curso oferta pública de aquisição de suas ações”.<sup>168</sup>

Noutro giro, o artigo 122, § 1º do Código Civil, pode representar óbice a determinados efeitos das *poison pills*, pois o mesmo determina que as condições que privam de todo efeito o negócio jurídico, ou o sujeito ao puro arbítrio de uma das partes, são defesas no ordenamento jurídico.

Em verdade, neste espectro, tem-se que as *poison pills* são, de fato, condições contratuais de natureza suspensiva que passam a produzir efeitos a partir de um fato ou evento que possui relevância jurídica perante determinado contrato em tela. Não se trata de condição resolutiva porque não põe fim ao negócio proposto, mas pode impossibilitar qualquer espécie de avanço na oferta pública de aquisição formalmente apresentada, instituto negocial de natureza privada que possui ampla legitimidade no ordenamento jurídico brasileiro.

Ademais, a própria Lei de Sociedades Anônimas, nº 6.404/76, pode representar óbice à produção dos efeitos almejados pelas *poison pills*, visto que o seu artigo 109, § 1º, dispõe que as ações de cada classe conferirão iguais direitos aos seus titulares. Desse dispositivo, extrai-se o princípio do tratamento igualitário dos sócios que dispõe do mesmo patrimônio acionário, que em verdade é mitigado com os efeitos das *poison pills*.

O plano clássico das *poison pills*, por sua vez, de viabilizar a determinado sócio da companhia-alvo a subscrição de capital, com o seu consequente aumento, pode ser afetado pelo artigo 170 da Lei nº 6.404/76<sup>169</sup>, que estabelece especificidades

<sup>168</sup> Instrução Normativa nº 10, de 14 de fevereiro de 1980. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst010.html>>. Acesso em 23/06/2017.

<sup>169</sup> Lei nº 6.404/76: “Art. 170. Depois de realizados 3/4 (três quartos), no mínimo, do capital social, a companhia pode aumentá-lo mediante subscrição pública ou particular de ações. § 1º O preço de emissão deve ser fixado tendo em vista a cotação das ações no mercado, o valor de patrimônio líquido e as perspectivas de rentabilidade da companhia, sem diluição injustificada da participação dos antigos acionistas, ainda que tenham direito de preferência para subscrevê-las. § 1º O preço de emissão deverá ser fixado, sem diluição injustificada da participação dos antigos acionistas, ainda que tenham direito de preferência para subscrevê-las, tendo em vista, alternativa ou conjuntamente: I - a perspectiva de rentabilidade da

para o procedimento de aumento do capital social. Nesse mesmo sentido, pode-se citar o Parecer de Orientação CVM nº 01/78, que se manifesta sobre a interpretação mais adequada do mesmo artigo 170 da Lei nº 6.404/76 supracitado, e estabelece que a manobra de subscrição de capital ou de emissão de ações têm que se dar de forma justificada e, portanto, casuisticamente<sup>170</sup>.

Confira-se o enunciado 13 do mencionado Parecer de Orientação da CVM:

‘13. Por último, como nenhum órgão regulador do mercado de valores mobiliários deve arvorar-se em avaliador de preços de mercado, não será intenção da CVM pretender entrar no mérito do preço de emissão de ações, interferindo, deste modo, no mercado. O que a CVM exigirá, no entanto, é que o preço de emissão das novas ações seja sempre justificado, de maneira clara e precisa, por ocasião da assembleia geral que deliberar sobre a autorização do aumento de capital. Se atribuída à fixação de tal preço ao conselho de administração da companhia, a justificativa do preço deverá constar, igualmente clara e precisa, do parecer que vier a ser expedido pelo Conselho’.<sup>171</sup>

Como pode se constatar, as *poison pills*, embora não nominadas nestes termos, são reguladas, de certa forma, pelo ordenamento jurídico brasileiro. No entanto, não se avalia, neste momento, um juízo de valor no tocante a essa regulação, mas tão somente a sua existência ou não.

Noutro giro, as espécies da *poison pills*, naturalmente, não são reguladas nomeadamente pelo ordenamento jurídico brasileiro, mas nem por

---

companhia; Incluído pela Lei nº 9.457, de 1997) II - o valor do patrimônio líquido da ação; (Incluído pela Lei nº 9.457, de 1997) III - a cotação de suas ações em Bolsa de Valores ou no mercado de balcão organizado, admitido ágio ou deságio em função das condições do mercado. (Incluído pela Lei nº 9.457, de 1997) § 2º A assembleia-geral, quando for de sua competência deliberar sobre o aumento, poderá delegar ao conselho de administração a fixação do preço de emissão de ações a serem distribuídas no mercado. § 3º A subscrição de ações para realização em bens será sempre procedida com observância do disposto no artigo 8º, e a ela se aplicará o disposto nos §§ 2º e 3º do artigo 98. § 4º As entradas e as prestações da realização das ações poderão ser recebidas pela companhia independentemente de depósito bancário. § 5º No aumento de capital observar-se-á, se mediante subscrição pública, o disposto no artigo 82, e se mediante subscrição particular, o que a respeito for deliberado pela assembleia-geral ou pelo conselho de administração, conforme dispuser o estatuto. § 6º Ao aumento de capital aplica-se, no que couber, o disposto sobre a constituição da companhia, exceto na parte final do § 2º do artigo 82. § 7º A proposta de aumento do capital deverá esclarecer qual o critério adotado, nos termos do § 1º deste artigo, justificando pormenorizadamente os aspectos econômicos que determinaram a sua escolha. (Incluído pela Lei nº 9.457, de 1997)”.

<sup>170</sup> No tocante ao aumento de capital, vale conferir a obra de PENTEADO, Mauro Rodrigues. Aumento de Capital das Sociedades Anônimas. São Paulo: Saraiva, 1988.

<sup>171</sup> Parecer de Orientação CVM nº 01/78. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare001.html>>. Acesso em 23/06/2017.

isso deixa-se de explorar tais modalidades, quais sejam as *poison pills* de *flip in* e de *flip over*.

As *poison pills* de *flip in* consistem em previsões estatutárias da companhia-alvo que passam a produzir efeitos a partir da oferta de aquisição pública da companhia que almeja obter o poder de controle. O diferencial, nessa classificação, não consiste estratégias defensivas em si, mas sim o fato destas serem implementadas nas companhias-alvo, e não na ofertante. Desta feita, o aumento da quantidade de ações (subscrição), ou a redistribuição de dividendos continuam sendo inerentes a essas *poison pills*<sup>172</sup>.

As *poison pills* de *flip over*<sup>173</sup>, por sua vez, comportam alteração da concentração acionária da companhia ofertante, e não da companhia alvo, por intermédio de venda de ações por preço destacadamente baixo. Tal modalidade da *poison pill*, no entanto, não é aceita pelo ordenamento jurídico brasileiro, já que se mostra cabível tão somente na hipótese de aquisições hostis na modalidade *two-tie takeovers*.

Em tal espécie de método de aquisição de controle, as aquisições são feitas em duas etapas, quais sejam a compra das ações dispersas da companhia-alvo como primeira fase, e uma oferta a menor preço para compra das ações remanescentes da companhia-alvo pelo adquirente do poder de controle como segunda fase desse procedimento<sup>174</sup>. Trata-se, em realidade, de

---

<sup>172</sup> Segundo o entendimento de escritório de advocacia americano especializado na presente temática, define-se as *poison pills flip-in* da seguinte forma: “What a flip-in provision does is deter the buyer from crossing the ownership threshold that will trigger the rights plan by confronting it with the prospect of substantial dilution. Since every holder except the buyer will be able to purchase new shares at a 50% discount to current market, the buyer’s ownership interest will be diluted if the flip-in provision of the rights plan kicks in. The actual amount of that dilution will depend on the exercise price of the rights, but it is almost invariably going to be quite substantial – substantial enough to make triggering the rights economically unviable”. Endereço eletrônico do escritório americano Deallawyers. Disponível em <<https://www.deallawyers.com/blog/2009/03/analysis-flip-in-vs-flip-over-pills.html>>. Acesso em 24/06/2017.

<sup>173</sup> Segundo Luís Menezes Leitão, “(...) a sociedade visada concede aos seus acionistas o direito de adquirir acções do próprio oferente a um preço mais reduzido após a requisição, procurando assim transferir o controlo do oferente para os seus próprios acionistas”. LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes. As medidas defensivas contra uma oferta pública de aquisição hostil. O *Direito*. Ano 138, t. III, Coimbra: Almedina, 2006, p. 463.

<sup>174</sup> GRUNDFEST, Joseph A. (May 27, 1987). Two-Tier Tender Offers: A Mythectomy (PDF) (Speech). National Association of Manufacturers' Congress of American Industry, Government Regulation and Competition. Washington, D.C. Retrieved October 5, 2015.

um procedimento de incorporação pela companhia-ofertante, medida adotada em fase seguinte à oferta de aquisição inicial.

Desta feita, o eventual efeito das *poison pills de flip over*, qual seja a compra por parte dos acionistas da companhia-alvo de ações da companhia-ofertante, acionado a partir do procedimento de incorporação pela nova adquirente do poder de controle, afastaria o intuito de alienação almejado pela ofertante.

No ordenamento jurídico brasileiro, as *poison pills de flip over* se mostram, a priori, inaplicáveis, pois não existe previsão legal que possibilite ao acionista da companhia-alvo adquirir ações da companhia-ofertante: a incorporação se desenvolveria em um ato único e fiel ao artigo 227 da Lei nº 6.404/76, segundo o qual tal ato de concentração acarreta a sucessão de todos os direitos e obrigações da incorporada em uma operação.

Com o exposto, extrai-se que as *poison pills de flip in* são as que encontram maior espaço de aplicação no ordenamento jurídico brasileiro, embora adaptações do arcabouço regulatório de tal instituto necessite de uma inegável alteração para que sua aplicação reste em consonância com a legislação aplicável.

#### **1.6.2.2 Cláusulas de Proteção à Dispersão Acionária**

Uma medida defensiva muito confundida com as *poison pills* consiste na inserção de cláusulas de proteção à dispersão acionária, método que vem encontrando ampla aplicação no ordenamento jurídico brasileiro.

Isso porque ambas medidas passam a produzir efeitos com o advento de uma determinada condição prevista no estatuto social da companhia-alvo. No entanto, enquanto as *poison pills* podem ser subdividas nas espécies *flip in* e *flip over*, que, em geral, excluem o acionista que incitou a oferta pública de aquisição dos direitos de aquisição a menor custo ou de subscrição de novas ações, a proteção à dispersão acionária incita o acionista que está comprando



um determinado número de ações limite a promover uma oferta pública de aquisição.<sup>175</sup>

Assim, a cláusula de proteção à dispersão acionária consiste em cláusula estatutária que estipula uma porcentagem de concentração acionária crítica que, se ultrapassada, acarreta na obrigatoriedade de promoção de oferta pública de aquisição por parte do sócio que busca aumentar sua participação.

As cláusulas de proteção à dispersão acionária podem ser classificadas em duas espécies, as “Tipo A” e as “Tipo B”. As “Tipo A” produzem os efeitos acima explanados, qual seja a obrigatoriedade de promoção de oferta pública de aquisição a partir do momento em que determinado acionista atinge um percentual crítico de concentração acionária. Trata-se de uma modalidade que produz efeitos radicais ao acionista que conduz manobra de concentração acionária, que pode ser dissuadido de sua intenção de adquirir o poder de controle societário.

Situação oposta também pode ocorrer: o acionista pode, de fato, estruturar uma oferta pública de aquisição que se mostre capaz de alienar, em caráter hostil, o poder de controle da companhia-alvo. No entanto, não se afasta a incidência das próprias *poison pills* em cumulatividade com as cláusulas de dispersão acionária.

---

<sup>175</sup> A esse respeito: “Brazil has developed defenses other than the poison pill, which is the most trivial anti-takeover defense in the United States. A poison pill is a typical shareholder rights plan in the United States and involves a target issuing rights to its existing shareholders to acquire a large number of new stocks. Holders can buy more stocks under market value when anyone acquires a pre-determined amount of target’s stock (typically 10-20%) in a possible control acquisition. This strategy dilutes the percentage of target’s common shares that the bidder owns, making it more expensive to acquire control of the company. In Brazil, the predominant takeover defense is a provision in the company’s charter that allows current shareholders to sell their shares to an acquirer who attains a critical limit of target’s shares. In this sense it resembles the mandatory tender offer required by law but is triggered by a lower threshold of shares’ acquisition. Nonetheless, the media calls this defense a poison pill. Yet this type of takeover defense might not completely stop a determined acquirer. Instead, it ensures minority shareholders the right to tender their shares at a fair price if they think this is a good time to sell. This strategy also makes the target acquisition much more expensive to the bidder”. Tal trecho explica que a proteção à dispersão acionária tem sido amplamente utilizada no Brasil e, por intermédio desse método defensivo, o custo de aquisição do poder de controle de determinado sócio que venha a adquirir um número crítico de ações de uma companhia seja exorbitante. GORGA, Érica, Changing the Paradigm of Stock Ownership: From Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries (April 2008). 3rd Annual Conference on Empirical Legal Studies Papers. Disponível em <SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1121037>> or <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1121037>> Acesso em 25/06/2017.

Vale reiterar que as medidas defensivas, por sua vez, não devem inviabilizar a negociação das companhias abertas, mas tão somente estruturar meios de defesa à aquisição imediata de poder por parte das companhias-ofertantes.

No entanto, é necessário registrar que as cláusulas de proteção à dispersão acionária “Tipo A”, normalmente, estipulam preços das ações a serem adquiridas em ofertas públicas de aquisições tão elevados que se torna inviável proceder com a oferta supramencionada.

A esse respeito, pode-se citar o caso concreto explorado por Joao Pedro Barroso do Nascimento, nos termos a seguir reproduzidos:

“Exemplificativamente, cite-se o caso da EMBRAER - Empresa Brasileira de Aeronáutica S.A., listada perante o Novo Mercado da BM&BOVESPA, cujo estatuto social estabelece que o preço de compra a ser ofertado deverá ser o maior valor entre (i) a cotação unitária mais alta atingida pelas ações de emissão de tal companhia durante o período de 12 meses anterior à OPA; (ii) o preço mais alto pago pelo acionista adquirente, durante o período de 36 meses anterior à OPA; (iii) o valor equivalente a 14,5 vezes o EBITDA de tal companhia deduzido do endividamento consolidado líquido; e (iv) o valor equivalente a 0,6 vezes o valor dos pedidos firmes em carteira de tal companhia, deduzido do endividamento consolidado líquido da Companhia. Em qualquer dos casos, o valor obtido deve ainda ser acrescido de um prêmio de 50%”.<sup>176</sup>

Com a estipulação de valores tão exacerbados às ações a partir da reação das cláusulas de proteção à dispersão acionária, a oferta pública de aquisição se torna inviável, medida que acaba por refutar as tentativas de aquisições hostis promovida nesses moldes.

As cláusulas de proteção à dispersão acionária do “Tipo B” se mostram menos radicais que a outra espécie. Segundo esta modalidade, o acionista que compra ações até determinado nível crítico deverá notificar o Diretor de Relação com Investidores (DRI) da sociedade anônima e/ou ao responsável pelo setor de pregão da bolsa de valores a se objetivo de comprar outras ações da companhia em questão, para que a bolsa de valores, representada por seu diretor de pregão possa convocar um leilão de compra,

---

<sup>176</sup> NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Medidas defensivas à Tomada de Controle de Companhias* – São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 152.

onde os interessados se compareceriam e se manifestariam no tocante à opção de compra.<sup>177</sup>

Para fins de compreensão da incidência desse instituto no ordenamento jurídico brasileiro, pode-se invocar, em momento prévio ao capítulo destinado à análise dos casos concretos pertinentes à presente matéria, o precedente relevante consistente no caso *Mittal Steel Company N.V.* (“Mittal”) e *Arcelor S.A* (“Arcelor”). Em tal precedente, a Mittal, por intermédio de uma oferta pública, adquiriu, no exterior, o controle de Arcelor, que por sua vez possuía subsidiárias estabelecidas no Brasil, quais sejam a Arcelor Brasil S.A. e a Acesita S.A.

Ocorre que a Arcelor estabelecida em território brasileiro dispunha de cláusula contratual que, uma vez adquirido o poder de controle da matriz, uma oferta pública de aquisição deveria ser promovida no Brasil, para fins de proteção do capital fluante em território brasileiro.

Assim, a CVM impôs à companhia-adquirente Mittal a obrigatoriedade de apresentação de oferta pública de aquisição das ações da Arcelor Brasil, atendendo, alegadamente, o artigo 4º, IV, alínea “b” da Lei nº 6.385/76, e o estatuto social da companhia em tela. Confira-se, inclusive, o teor do dispositivo supramencionado:

Art. 4º O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de: I - estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários; II - promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais; III - assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão; IV - proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra: a) emissões irregulares de valores mobiliários; b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários. c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários. V - evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar

<sup>177</sup> GORGA, Érica, Changing the Paradigm of Stock Ownership: From Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries (April 2008). 3rd Annual Conference on Empirical Legal Studies Papers. Disponível em <SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1121037>> or <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1121037>> Acesso em 25/06/2017.

condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado; VI - assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido; VII - assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários; VIII - assegurar a observância no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional”.<sup>178</sup>

O dispositivo acima reproduzido comporta a legislação de proteção genérica ao mercado de capitais, o que permite extrair que a CVM entendeu por bem aplicar a cláusula de dispersão acionária a fim de resguardar os valores mobiliários da Arcelor Brasil e os investidores dessa companhia.

Embora exista no Brasil, em data presente, esse precedente relativo às cláusulas de proteção à dispersão acionária, também se manifesta no ordenamento pátrio espécies dessas cláusulas que vinculam aos órgãos deliberativos da companhia a decisão quanto à obrigatoriedade de realização de oferta pública de aquisições por parte do acionista que atinge determinado percentual crítico das ações da companhia.<sup>179</sup>

Inclusive, estabeleceu-se a prática de convocar a assembleia geral da companhia para que o acionista que atingiu o percentual de ações crítico inerente à cláusula de proteção à dispersão acionária seja penalizado caso não apresente oferta pública de aquisição. Em tal procedimento, o referido acionista pode ter seus direitos sociais suspensos, nos moldes do artigo 120 da Lei nº 6.404/76, segundo o qual: “ *A assembleia-geral poderá suspender o exercício dos direitos do acionista que deixar de cumprir obrigação imposta pela lei ou pelo estatuto, cessando a suspensão logo que cumprida a obrigação*”.

As cláusulas de proteção à dispersão acionária gozam, também, em determinadas situações, de uma certa imunidade, já que algumas companhias estipulam cláusulas que imputam penalidades aos acionistas que se mostram contrários à cláusula de proteção que impõe a realização de oferta pública de aquisição. Coloquialmente, tais cláusulas são nomeadas de “cláusulas

<sup>178</sup> BRASIL. Lei nº 6.385 de 7 de dezembro de 1976. Disponível em <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm)>. Acesso 18/06/2017.

<sup>179</sup> GORGA, Érica, Changing the Paradigm of Stock Ownership: From Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries (April 2008). 3rd Annual Conference on Empirical Legal Studies Papers. Disponível em <SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1121037>> or <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1121037>> Acesso em 25/06/2017.

pétreas”, tendo em vista a impossibilidade de alteração das mesmas, nos mesmos moldes do artigo 60, § 4º da Constituição Federal de 1988.

Em face a essa prática, a CVM prolatou o Parecer de Orientação nº 36/2009<sup>180</sup>, segundo o qual a restrição do direito de votos a acionistas no tocante à supressão da cláusula de proteção à dispersão acionária se chocaria com os conteúdos dos artigos 115, 121, 122, inciso I, e 129 da Lei nº 6.404/76.

De fato, tal prática se mostra atentatória aos ditames do artigo 115, que estabelece que o acionista deverá exercer o seu direito social e fundamental de voto em conformidade com o melhor interesse da companhia, sendo que a penalização, qual seja a obrigatoriedade de realização de oferta pública de aquisição, a tal prerrogativa, consistiria em violação a um dos preceitos mais básicos do direito societário.

No mesmo prisma, os artigos 121 e 122, Inciso I, podem restar violados caso os acionistas que se mostrem contrários à permanência da cláusula de proteção à dispersão acionária sejam penalizados por intermédio de imputação obrigatória de oferta pública de aquisição, a despeito do regular exercício de voto em sede de assembleia geral, tendo em vista a competência privativa de tal órgão soberano para a modificação do estatuto social,

Por fim, a obrigatoriedade de oferta pública de aquisição por parte do acionista que se posiciona de forma contrária à validação da cláusula de proteção à dispersão acionária encontra óbice no artigo 106 da Lei nº 6.404/76,

---

<sup>180</sup> **“CVM - Parecer de Orientação nº 36/2009.** DOU 29.06.2009. Disposições estatutárias que impõem ônus a acionistas que votarem favoravelmente à supressão de cláusula de proteção à dispersão acionária. Nos últimos anos, os estatutos de diversas companhias passaram a conter cláusulas de proteção à dispersão acionária que obrigam o investidor que adquirir determinado percentual das ações em circulação a realizar uma oferta pública de compra das ações remanescentes. Além disso, alguns estatutos incluem disposições acessórias a essas cláusulas, impondo um ônus substancial aos acionistas que votarem favoravelmente à supressão ou à alteração das cláusulas, qual seja, a obrigação de realizar a oferta pública anteriormente prevista no estatuto. A CVM entende que a aplicação concreta dessas disposições acessórias não se compatibiliza com diversos princípios e normas da legislação societária em vigor, em especial os previstos nos arts. 115, 121, 122, I, e 129 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Por esse motivo, a CVM não aplicará penalidades, em processos administrativos sancionadores, aos acionistas que, nos termos da legislação em vigor, votarem pela supressão ou alteração da cláusula de proteção à dispersão acionária, ainda que não realizem a oferta pública prevista na disposição acessória. Aprovado pelo Colegiado em reunião do dia 23 de junho de 2009.” Parecer de Orientação CVM nº 36, de 23 de junho de 2009. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare036.html>>. Acesso em 24/06/2017.

segundo o qual o acionista deverá integralizar o capital social que já subscreveu, não sendo razoável lhe imputar um ônus patrimonial de aquisição de mais ações como forma de penalização ao exercício regular do seu direito de voto.

### **1.6.2.3 Limitação ao Número de Votos**

A limitação ao número de votos consiste em prerrogativa estatutária que pode ser empregada como medida defensiva, estando prevista pelo artigo 110, § 1º, da Lei nº 6.404/76 nos seguintes termos: “Art. 110. A cada ação ordinária corresponde 1 (um) voto nas deliberações da assembleia-geral. § 1º O estatuto pode estabelecer limitação ao número de votos de cada acionista. § 2º É vedado atribuir voto plural a qualquer classe de ações”.<sup>181</sup>

Desta feita, não se propõe minar o sócio do seu direito de voto de forma absoluta, mas sim limitar ou restringir o mencionado direito de voto em disposição estatutária específica, medida incontestavelmente permitida pela legislação brasileira aplicável.

A limitação do número de votos pode representar medida defensiva apta a afastar o aumento de ações de determinado sócio em virtude do próprio estado da legislação brasileira aplicável, já que não existe nenhuma espécie de restrição ao estabelecimento de limite de votos que podem ser manifestados por acionistas, nem pelo número de ações ou porcentagem do total acionário votante.

Com a capacidade votante reduzida, os acionistas que se mostrem tendentes a adquirir mais ações dificilmente o farão, pois não poderão exercer o direito de voto inerente a tais valores mobiliários. Por outro lado, a efetiva aquisição hostil demandaria a compra de um suntuoso número de ações votantes por parte do adquirente, consequência que acaba por afastar a concretização do interesse de aquisição.

---

<sup>181</sup> BRASIL. Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Disponível em <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6404compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm)>. Acesso em 10/07/2017.

#### 1.6.2.4. O *Quorum* de “Super-Maioria” Qualificada

Trata-se de medida de defensiva que encontrou aplicação reiterada no ordenamento jurídico americano, tendo em vista ao seu escopo específico de afastar as já citadas “*two-tier takeover*”, procedimentos de aquisição divididos em uma primeira fase em que se promove a oferta pública de aquisição sequenciada pela fase em que se promove uma segunda oferta pública de aquisição ou uma operação de incorporação.

Segundo a presente medida defensiva, estabelece-se um quórum extremamente elevado e qualificado para que reste possível reformar ou influir em matérias relevantes para a companhia-alvo, estratégia que inviabiliza à companhia-ofertante exercer real poder de controle ou fazer valer posicionamento determinante no procedimento de incorporação típico das *two-tier takeover*.

Essa medida, no entanto, não se aplica às companhias de capital aberto, já que o artigo 129, § 1º, combinado com o artigo 136 da Lei nº 6.404/76, preveem que apenas as companhias de capital fechado são capazes estabelecer um quórum de natureza hierarquicamente superior ao quórum qualificado.<sup>182</sup>

---

<sup>182</sup> Lei nº 6.404/76: “Art. 136. É necessária a aprovação de acionistas que representem metade, no mínimo, das ações com direito a voto, se maior *quorum* não for exigido pelo estatuto da companhia cujas ações não estejam admitidas à negociação em bolsa ou no mercado de balcão, para deliberação sobre: I - criação de ações preferenciais ou aumento de classe de ações preferenciais existentes, sem guardar proporção com as demais classes de ações preferenciais, salvo se já previstos ou autorizados pelo estatuto; II - alteração nas preferências, vantagens e condições de resgate ou amortização de uma ou mais classes de ações preferenciais, ou criação de nova classe mais favorecida; III - redução do dividendo obrigatório; IV - fusão da companhia, ou sua incorporação em outra; V - participação em grupo de sociedades (art. 265); VI - mudança do objeto da companhia; VII - cessação do estado de liquidação da companhia; VIII - criação de partes beneficiárias; IX - cisão da companhia; X - dissolução da companhia. § 1º Nos casos dos incisos I e II, a eficácia da deliberação depende de prévia aprovação ou da ratificação, em prazo improrrogável de um ano, por titulares de mais da metade de cada classe de ações preferenciais prejudicadas, reunidos em assembleia especial convocada pelos administradores e instalada com as formalidades desta Lei. § 2º A Comissão de Valores Mobiliários pode autorizar a redução do quorum previsto neste artigo no caso de companhia aberta com a propriedade das ações dispersa no mercado, e cujas 3 (três) últimas assembleias tenham sido realizadas com a presença de acionistas representando menos da metade das ações com direito a voto. Neste caso, a autorização da Comissão de Valores Mobiliários será mencionada nos avisos de convocação e a deliberação com quorum reduzido somente poderá ser adotada em terceira convocação. § 3º O disposto no § 2º deste artigo aplica-se também às assembleias especiais de acionistas preferenciais de que trata o § 1º. § 4º Deverá constar da ata da assembleia-geral que deliberar sobre as matérias dos incisos

#### **1.6.2.5. *Staggered Board* – Conselho de Administração Escalonado**

O *Staggered Board*, cujo termo correspondente no vernáculo nacional é o Conselho de Administração Escalonado, consiste em medida defensiva com legalidade reconhecida e de ampla utilização no ordenamento jurídico americano.

O presente método defensivo conta com a composição do conselho de administração com representantes eleitos em períodos de mandatos diferentes entre si. Desta feita, o usual é que 3 (três) ou 4 (quatro) classes distintas sejam constituídas em determinada companhia, composição que obriga a manobra de aquisição hostil a se espaçar no tempo, tendo em vista que o quadro de membros eleitos para tal função não poderão ser substituídos de uma só vez, em uma única operação.

Com isso, a manobra de aquisição hostil terá que, forçosamente, expandir os seus efeitos para o lapso temporal de, no mínimo, 1 (um) ano após a oferta inicial, que normalmente é a diferença entre os mandatos dos membros do conselho de administração. O decurso de tempo, nesta hipótese, comporta irrefutável atraso na operação de aquisição hostil, fator que pode inviabilizar os custos dessa manobra e o próprio sucesso dessa transação em ambiente interno à companhia.

Pode-se citar como efeito positivo da implementação desta medida defensiva, também, a necessidade que a companhia-ofertante terá de ganhar dois procedimentos eleitorais internos à companhia-alvo, procedimentos estes que se mostrarão demasiadamente espaçados no tempo. No ordenamento jurídico americano, a combinação do custo gerado pelo prolongamento da operação de aquisição com a necessidade de se obter êxito em mais de um procedimento eleitoral inerente à companhia torna essa medida extremamente

---

I e II, se não houver prévia aprovação, que a deliberação só terá eficácia após a sua ratificação pela assembleia especial prevista no § 1º ". BRASIL. Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Disponível em <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6404compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm)>. Acesso em 15/7/2017.



eficiente, ao se considerar o objetivo de repudiar a oferta pública de aquisição.<sup>183</sup>

No entanto, a despeito da comprovada eficiência desta medida para fins de desarme das ofertas públicas de aquisição nos Estados Unidos<sup>184</sup>, sua aplicação é impossível no ordenamento jurídico brasileiro, posto que o procedimento eleitoral e os mandatos os membros do conselho de administração nas companhias abertas brasileiras não obedecem as mesmas disposições legais que as americanas.

No Brasil, a Lei nº 6.404/76, em seus artigos 122, inciso II, e 140, *caput*, aduzem que os componentes do conselho de administração podem ser

---

<sup>183</sup> “There are two reasons why an ESB presents an exceedingly difficult impediment to gaining control of the board via the ballot box. First, an ESB substantially increases the delay involved in gaining control of the board and, importantly, establishes a minimum delay. No matter when a hostile bidder might emerge, gaining control of the board takes at least one year, a very long time indeed in the dynamic world of corporate acquisitions. Second, beyond the costs imposed by delay, to overcome an ESB a bidder must win two elections, far apart in time, rather than an up-or-down referendum at a single point in time. We show that the two-election problem is a serious one for bidders. In combination with the delay problem it makes an ESB a powerful if not insurmountable antitakeover device. Indeed, we show that an ESB provides managers with stronger protection from a hostile takeover than would an arrangement (not permitted under current law) providing directors with guaranteed three-year terms”. BEBCHUK, Lucian; COATES IV, John; SUBRAMANIAN, Guhan. The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence, and Policy. Discussion Paper No. 353, 03/2002. Harvard Law School, Cambridge, MA 02138. Disponível em <[http://www.law.harvard.edu/programs/olin\\_center/papers/pdf/353.pdf](http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/353.pdf)>. Acesso em 14/07/2016.

<sup>184</sup> “ Effective staggered boards are the most potent antitakeover device in the current arsenal of takeover defense weapons. An ESB prevents a hostile bidder, no matter when it emerges, from gaining control of the target unless it can wait at least fourteen months and win two elections that are far apart in time. Because of these impediments, the ballot box route becomes illusory against an ESB target. We find strong empirical support for this argument. ESB’s substantially increase the likelihood that a target receiving a hostile bid will remain independent, which we find to be quite costly for target shareholders, without providing sufficient or even countervailing benefits in terms of higher acquisition 184. For a survey and critique of the arguments for board veto power, see Lucian Arye Bebchuk, The Case against Board Veto Power in Corporate Takeovers, U. CHI. L. REV. \_ (2002). Staggered Boards 77 *passim*. We estimate that an ESB reduces the expected return of target shareholders in the nine months after a hostile bid is launched by a substantial 8- 10%. The negative wealth effect associated with ESB’s is particularly problematic from a policy perspective because the majority of staggered boards were established before the judicial developments that gave them their antitakeover potency”. Em suma, o presente trecho confirma que o *staggered boards* é o método defensivo mais eficiente no arsenal de instrumentos dessa estirpe, conforme estudo empírico promovido neste estudo pode demonstrar. A esse respeito, vale conferir a já reproduzida obra: BEBCHUK, Lucian; COATES IV, John; SUBRAMANIAN, Guhan. The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence, and Policy. Discussion Paper No. 353, 03/2002. Harvard Law School, Cambridge, MA 02138. Disponível em <[http://www.law.harvard.edu/programs/olin\\_center/papers/pdf/353.pdf](http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/353.pdf)>. Acesso em 14/07/2016.

destituídos a qualquer tempo, além de gozarem de um prazo de gestão limitado ao máximo de 3 (três) anos.<sup>185</sup>

#### **1.6.2.6.6 O Cavaleiro Branco – *White Knight***

O cavaleiro branco consiste em método de defesa concebido no ordenamento jurídico americano, embora comporte perfeita adaptação à legislação brasileira. Neste instituto, um terceiro que adota postura amigável à companhia-alvo é convidado para intervir na oferta pública de aquisição promovida pela companhia-ofertante, para que esse mesmo terceiro promova a oferta pública de aquisição em substituição ao adquirente hostil.

Literalmente, a denominação dessa defesa remete a um agente de mercado externo à oferta pública de aquisição que, como um cavaleiro branco, vem em socorro à companhia-alvo, promovendo por sua conta uma OPA. Tal vocábulo advém da idade média, período no qual destacava-se os embates entre os cavaleiros negros (no caso os adquirentes hostis) e os cavaleiros brancos (terceiros amigáveis).<sup>186</sup>

Com a realização de oferta pública de aquisição promovida pelo cavaleiro branco, instaura-se um contexto ofertas concorrentes, com a diminuição da coercitividade da oferta primária. Em regra, o fato do terceiro ofertante ter sido convidado a promover a OPA lhe garante acesso a condições negociais mais favoráveis que a companhia-ofertante, circunstância que tende a afastar a tentativa de aquisição hostil.

A CVM já se manifestou no tocante a ofertas públicas de aquisição concorrentes, estipulando que, caso se tratar de oferta com previsão de pagamento à vista, a oferta subsequente à inicial deverá contar com um valor

---

<sup>185</sup> Lei nº 6.404/76: “Art. 122. Compete privativamente à assembleia geral: I - reformar o estatuto social; II - eleger ou destituir, a qualquer tempo, os administradores e fiscais da companhia, ressalvado o disposto no inciso II do art. 142; (...)”, e “Art. 140. O conselho de administração será composto por, no mínimo, 3 (três) membros, eleitos pela assembleia-geral e por ela destituíveis a qualquer tempo, devendo o estatuto estabelecer: (...)”.

<sup>186</sup> Referência constante da obra de OSÓRIO, José Diogo Horta. Da Tomada do Controlo por Sociedades (takeovers) por Leveraged Buy-Out e sua Harmonização com o Direito Português. Coimbra: Almedina, p. 130.

de compra de ações no mínimo 5% superior em relação à original, restando tal orientação positivada no artigo 12, § 5º da Instrução CVM nº 361/02, modificada pela Instrução CVM 481/10.<sup>187</sup>

É bem verdade que a insurgência do chamado cavaleiro branco possa ensejar o surgimento de contrapartidas da sociedade-alvo em relação ao terceiro amigável, já que o interveniente pode se comprometer a não alterar os membros dos órgãos de administração ou qualquer acerto negocial estipulado. No entanto, tal circunstância não se concretizou no ordenamento jurídico brasileiro, enquanto que nos Estados Unidos a legalidade de tais acertos, denominados estes como *no-shop clauses*, ainda é controversa.<sup>188</sup>

Por fim, destaca-se que nas hipóteses em que o cavaleiro branco atua com a companhia-alvo para fins de proteção do seu poder de controle, o administrador ou o órgão administrador deverá atuar em prol do interesse da companhia, atendendo às normas dispostas nos artigos 153 a 158 da Lei nº 6.404/76, que registram os deveres da administração.<sup>189</sup>

---

<sup>187</sup> “Art. 13. A OPA concorrente observará as regras aplicáveis à modalidade de OPA em que se enquadrar e também o disposto neste artigo. § 1º As declarações do ofertante concorrente a que se referem o inciso I do caput e o §2º, ambos do art. 10, somente se tornarão eficazes caso ele, ou pessoa a ele vinculada, seja ou venha a tornar-se o acionista controlador da companhia objeto. § 2º A OPA concorrente deverá ser lançada, ou ter o respectivo registro solicitado, até 10 (dez) dias antes da data prevista para a realização do leilão da OPA com que concorrer. § 3º A OPA concorrente deverá ser lançada por preço no mínimo 5% (cinco por cento) superior ao da OPA com que concorrer. § 4º O lançamento de OPA concorrente torna sem efeito as manifestações que já tenham sido firmadas em relação à aceitação da OPA com que concorrer. § 5º Uma vez lançada uma OPA concorrente, será lícito tanto ao ofertante inicial quanto ao ofertante concorrente aumentarem o preço de suas ofertas por quaisquer valores e tantas vezes quantas julgarem conveniente, observado o disposto no art. 5º. § 6º A OPA concorrente que depender de registro observará os mesmos requisitos, procedimentos e prazos estabelecidos no art. 9º. § 7º A OPA concorrente pode ser de modalidade diversa da OPA com que concorrer”. Acesso em <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst487.html>>. Disponível em 28/06/2017.

<sup>188</sup> NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Medidas defensivas à Tomada de Controle de Companhias* – São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 168.

<sup>189</sup> Lei nº 6.404/76: “Art. 153. O administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios. Finalidade das Atribuições e Desvio de Poder Art. 154. O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa. § 1º O administrador eleito por grupo ou classe de acionistas tem, para com a companhia, os mesmos deveres que os demais, não podendo, ainda que para defesa do interesse dos que o elegeram, faltar a esses deveres. § 2º É vedado ao administrador: a) praticar ato de liberalidade à custa da companhia; b) sem prévia autorização da assembléia-geral ou do conselho de administração, tomar por empréstimo recursos ou bens da companhia, ou usar, em proveito próprio, de sociedade em que tenha interesse, ou de terceiros, os seus bens, serviços ou crédito; c) receber de terceiros, sem autorização

estatutária ou da assembleia-geral, qualquer modalidade de vantagem pessoal, direta ou indireta, em razão do exercício de seu cargo. § 3º As importâncias recebidas com infração ao disposto na alínea c do § 2º pertencerão à companhia. § 4º O conselho de administração ou a diretoria podem autorizar a prática de atos gratuitos razoáveis em benefício dos empregados ou da comunidade de que participe a empresa, tendo em vista suas responsabilidades sociais.

**Dever de Lealdade** Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado: I - usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo; II - omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia ou, visando à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia; III - adquirir, para revender com lucro, bem ou direito que sabe necessário à companhia, ou que esta tencione adquirir. § 1º Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários. § 2º O administrador deve zelar para que a violação do disposto no § 1º não possa ocorrer através de subordinados ou terceiros de sua confiança. § 3º A pessoa prejudicada em compra e venda de valores mobiliários, contratada com infração do disposto nos §§ 1º e 2º, tem direito de haver do infrator indenização por perdas e danos, a menos que ao contratar já conhecesse a informação. § 4º É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários.

**Conflito de Interesses** Art. 156. É vedado ao administrador intervir em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia, bem como na deliberação que a respeito tomarem os demais administradores, cumprindo-lhe cientificá-los do seu impedimento e fazer consignar, em ata de reunião do conselho de administração ou da diretoria, a natureza e extensão do seu interesse. § 1º Ainda que observado o disposto neste artigo, o administrador somente pode contratar com a companhia em condições razoáveis ou eqüitativas, idênticas às que prevalecem no mercado ou em que a companhia contrataria com terceiros. § 2º O negócio contratado com infração do disposto no § 1º é anulável, e o administrador interessado será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que dele tiver auferido. **Dever de Informar** Art. 157. O administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular. § 1º O administrador de companhia aberta é obrigado a revelar à assembleia-geral ordinária, a pedido de acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social: a) o número dos valores mobiliários de emissão da companhia ou de sociedades controladas, ou do mesmo grupo, que tiver adquirido ou alienado, diretamente ou através de outras pessoas, no exercício anterior; b) as opções de compra de ações que tiver contratado ou exercido no exercício anterior; c) os benefícios ou vantagens, indiretas ou complementares, que tenha recebido ou esteja recebendo da companhia e de sociedades coligadas, controladas ou do mesmo grupo; d) as condições dos contratos de trabalho que tenham sido firmados pela companhia com os diretores e empregados de alto nível; e) quaisquer atos ou fatos relevantes nas atividades da companhia. § 2º Os esclarecimentos prestados pelo administrador poderão, a pedido de qualquer acionista, ser reduzidos a escrito, autenticados pela mesa da assembleia, e fornecidos por cópia aos solicitantes. § 3º A revelação dos atos ou fatos de que trata este artigo só poderá ser utilizada no legítimo interesse da companhia ou do acionista, respondendo os solicitantes pelos abusos que praticarem. § 4º Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembleia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia. § 5º Os administradores poderão recusar-se a prestar a informação (§ 1º, alínea e), ou deixar de divulgá-la (§ 4º), se entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia, cabendo à Comissão de Valores Mobiliários, a pedido dos administradores, de qualquer acionista, ou por iniciativa própria, decidir sobre a prestação de informação e

A incidência dos mencionados dispositivos ressalta a aplicabilidade desse instituto ao ordenamento jurídico brasileiro, mesmo que não se conheça a utilização desse método defensivo em nenhum caso concreto ocorrente em território nacional.

#### 1.6.2.7. Escudeiro Branco – White Square

Trata-se método defensivo análogo ao do cavaleiro branco: o fator distintivo dos dois métodos é a abordagem do terceiro amigável no tocante à companhia-alvo. Enquanto o cavaleiro branco garante um auxílio por intermédio de realização de oferta pública de aquisição negociada com a companhia-alvo, o escudeiro se compromete a subscrever ações perante a companhia-alvo e, conseqüentemente, adquirir participação societária, a fim de que o capital social alcance patamar de difícil acesso ao adquirente hostil.

Essa medida, portanto, não comporta na efetiva alienação do poder de controle societário para terceiro e possui natureza eminentemente defensiva, de forma contrastante com a figura do cavaleiro branco, que almeja, de fato, obter o controle da companhia-alvo da mesma forma que a adquirente

---

responsabilizar os administradores, se for o caso. § 6º Os administradores da companhia aberta deverão informar imediatamente, nos termos e na forma determinados pela Comissão de Valores Mobiliários, a esta e às bolsas de valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, as modificações em suas posições acionárias na companhia. **Responsabilidade dos Administradores** Art. 158. O administrador não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão; responde, porém, civilmente, pelos prejuízos que causar, quando proceder: I - dentro de suas atribuições ou poderes, com culpa ou dolo; II - com violação da lei ou do estatuto. § 1º O administrador não é responsável por atos ilícitos de outros administradores, salvo se com eles for conivente, se negligenciar em descobri-los ou se, deles tendo conhecimento, deixar de agir para impedir a sua prática. Exime-se de responsabilidade o administrador dissidente que faça consignar sua divergência em ata de reunião do órgão de administração ou, não sendo possível, dela dê ciência imediata e por escrito ao órgão da administração, no conselho fiscal, se em funcionamento, ou à assembléia-geral. § 2º Os administradores são solidariamente responsáveis pelos prejuízos causados em virtude do não cumprimento dos deveres impostos por lei para assegurar o funcionamento normal da companhia, ainda que, pelo estatuto, tais deveres não caibam a todos eles. § 3º Nas companhias abertas, a responsabilidade de que trata o § 2º ficará restrita, ressalvado o disposto no § 4º, aos administradores que, por disposição do estatuto, tenham atribuição específica de dar cumprimento àqueles deveres”. § 4º O administrador que, tendo conhecimento do não cumprimento desses deveres por seu predecessor, ou pelo administrador competente nos termos do § 3º, deixar de comunicar o fato a assembléia-geral, tornar-se-á por ele solidariamente responsável. § 5º Responderá solidariamente com o administrador quem, com o fim de obter vantagem para si ou para outrem, concorrer para a prática de ato com violação da lei ou do estatuto”.

hostil: o diferencial, neste caso, reside na intervenção do escudeiro voltada tão somente à aquisição de cotas sociais.

Pode-se viabilizar a defesa proposta pelo escudeiro a partir da disponibilização, também, do bloco de ações votantes a esse terceiro, a fim de que o mesmo exerça o direito de voto em sentido favorável à administração da companhia-alvo, postura que garante maior celeridade à estruturação de um método defensivo mais imediato.

Da mesma forma que no caso do cavaleiro branco, pode-se conceber a celebração de acordos entre o escudeiro e a companhia-alvo, geralmente representada por seus órgãos administrativos e, mais uma vez, a companhia deverá se pautar nos ditames dos artigos 153 a 15º da Lei nº 6.404/76, a fim de que o interesse social seja priorizado.

#### **1.6.2.8. Joia da Coroa – *Crown Jewel***

Esta medida defensiva possui natureza contratual, ou seja, é estipulada em instrumento contratual independente do estatuto social basilar da companhia-alvo, e seu escopo é a venda a terceiros amigáveis dos ativos mais valiosos da companhia cujo controle o ofertante busca adquirir. Daí advém o termo “joia da coroa”: o elemento de maior valor econômico da companhia é extirpado de seu patrimônio, medida cujo intuito é desestimular o ofertante hostil que almeja a aquisição do poder de controle da companhia-alvo.<sup>190</sup>

Embora essa medida defensiva encontre lastro no ordenamento jurídico americano, de face já é possível constatar uma série de irregularidades possivelmente atribuíveis a esse procedimento, pois todo ato de alienação de patrimônio pode ensejar a incidência do artigo 117, § 1º, da Lei nº 6.404/76, segundo o qual o acervo da companhia e a participação dos sócios minoritários nos lucros não podem ser mitigados por uma decisão da administração da companhia.

Nesse sentido, pode-se facilmente traçar que a alienação do ativo mais relevante da companhia pode acarretar eventual desvalorização do valor

---

<sup>190</sup> LEITÃO, Luís Manoel Teles de Menezes. As medidas defensivas contra uma oferta pública de aquisição hostil. O Direito. Ano 138, t. III. Coimbra: Almedina, 2006, p. 464.

econômico de determinada companhia e, conseqüentemente, prejudicar os seus sócios e a própria atividade econômica da companhia.

Todavia, essa medida não pode ser considerada ilícita de pronto, sendo necessário avaliar, caso a caso, se a alienação do ativo mais valioso da companhia gerou benefícios à mesma: caso a alienação do ativo valioso tenha possibilitado à companhia, em face a uma oferta pública de aquisição, a continuidade de sua atividade, que por sua vez garante uma série de externalidades positivas em setor de mercado relevante, não há que se falar ilegalidade de tal medida.

#### **1.6.2.9. Greenmail**

O termo “greenmail”, ressalta-se destarte, foi originado a partir de uma expressão amplamente conhecida nos Estados Unidos, local onde o termo “*blackmail*” remete à prática de uma chantagem, uma vantagem ilícita que gera posição de privilégio em relação à parte prejudicada.

Ocorre que, no âmbito do mercado de capitais e das companhias de capital aberto, a companhia-ofertante pode “chantagear” a companhia-alvo, obrigando-a a comprar suas ações com um prêmio relevante, a fim de que as ações da companhia-alvo não continuem sendo compradas, e o controle eventualmente não seja alienado à ofertante.

A partir de tal contexto, pode-se extrair que o “*greenmail*”, a “chantagem verde”, relativa ao dinheiro, consiste na medida defensiva invocada em face à chantagem intentada pela companhia-ofertante em desfavor da companhia-alvo, que, para afastar a aquisição de ações votantes de sua estrutura, busca garantir ao ofertante uma quantidade relevante de dinheiro na reaquisição de suas ações já compradas.

Nos Estados Unidos, as disposições estatutárias voltadas a combater tais medidas são denominadas de *antigreenmail amendments*, cláusulas que vinculam o pagamento do prêmio requerido pela companhia-ofertante a partir da aprovação da maioria do capital votante da assembleia geral. A realização de assembleia geral, neste espeque, desestimula, em regra, o chantagista, fazendo valer a finalidade da cláusula defensiva inserida no estatuto social.

A instrução normativa da CVM nº 10/80, combinada com o artigo 30 da Lei nº 6.404/76<sup>191</sup>, limitam a recompra, por parte da companhia, de ações de sua emissão, sendo que a mencionada aquisição é vedada enquanto estiver em trâmite uma oferta pública de aquisição, dispositivos legislativos que, pelo que se depreende, afastam, ao menos no ordenamento jurídico brasileiro, a inserção de cláusulas que repelem o *greenmail*.<sup>192</sup>

#### 1.6.2.10. Defesa *Pac-Man*

A nomenclatura dessa defesa remete ao célebre jogo de vídeo-game, no qual o protagonista do game, o próprio *pac-man*, se alimenta de itens alimentícios ao longo de sua fuga de seus inimigos, contexto que pode se aplicar analogicamente ao presente caso. Nesta técnica defensiva, de destacada agressividade, a companhia-alvo, ou um terceiro, promove uma oferta pública de aquisição em face à companhia-ofertante, consolidando um contra-golpe ou, como também referenciado no ordenamento jurídico brasileiro, uma contra-OPA, tradução da expressão *turnabout*<sup>193</sup>.

A contra-oferta promovida pela companhia-alvo, vale destacar, não se confunde com uma oferta pública de aquisição concorrente, dado que a OPA

<sup>191</sup> Lei nº 6.404/76. “**Negociação com as Próprias Ações.** Art. 30. A companhia não poderá negociar com as próprias ações. § 1º Nessa proibição não se compreendem: a) as operações de resgate, reembolso ou amortização previstas em lei; b) a aquisição, para permanência em tesouraria ou cancelamento, desde que até o valor do saldo de lucros ou reservas, exceto a legal, e sem diminuição do capital social, ou por doação; c) a alienação das ações adquiridas nos termos da alínea b e mantidas em tesouraria; d) a compra quando, resolvida a redução do capital mediante restituição, em dinheiro, de parte do valor das ações, o preço destas em bolsa for inferior ou igual à importância que deve ser restituída. § 2º A aquisição das próprias ações pela companhia aberta obedecerá, sob pena de nulidade, às normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, que poderá subordiná-la à prévia autorização em cada caso. § 3º A companhia não poderá receber em garantia as próprias ações, salvo para assegurar a gestão dos seus administradores. § 4º As ações adquiridas nos termos da alínea b do § 1º, enquanto mantidas em tesouraria, não terão direito a dividendo nem a voto. § 5º No caso da alínea d do § 1º, as ações adquiridas serão retiradas definitivamente de circulação”. Disponível em <[https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L6404consol.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm)>. Acesso em 26/06/2017.

<sup>192</sup> Instrução Normativa CVM nº 10/80. “Art. 2º A aquisição, de modo direto ou indireto, de ações de emissão da companhia, para permanência em tesouraria ou cancelamento, é vedada quando: a) importar diminuição do capital social; b) requerer a utilização de recursos superiores ao saldo de lucros ou reservas disponíveis, constantes do último balanço; c) criar por ação ou omissão, direta ou indiretamente, condições artificiais de demanda, oferta ou preço das ações ou envolver práticas não eqüitativas; d) tiver por objeto ações não integralizadas ou pertencentes ao acionista controlador; e) estiver em curso oferta pública de aquisição de suas ações”. BRASIL. Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Disponível em <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6404compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm)>. Acesso em 26/06/2017.

<sup>193</sup> CLARK, Robert. *Corporate Law*. Boston/Toronto: Little, Brown and Company, 1986, p. 575-576.



promovida pela companhia-ofertante é contraposta à OPA promovida a título de operacionalização do método defensivo *Pac-man*, partindo-se do pressuposto de que a companhia-ofertante também dispõe de capital disperso, condição essencial para a assertiva “aquisição hostil reversa”.

Trata-se de medida defensiva que encontra respaldo na legislação brasileira, tendo em vista o fato da oferta pública de aquisição reversa possuir natureza voluntária e, portanto, de operacionalização totalmente harmônica com o ordenamento jurídico vigente.

#### **1.6.2.11. Paraquedas Dourado – *Golden Parachute***

O paraquedas dourado representa método defensivo de natureza contratual, no qual a companhia-alvo celebra negócio jurídico com os seus administradores que estipula suntuosa compensação econômica a esses profissionais na hipótese da oferta pública de uma aquisição hostil se mostrar exitosa.

Desta feita, a companhia-alvo cujo poder de controle restou alienado, uma vez exitosa a oferta pública de aquisição, deverá pagar valorosa compensação econômica aos seus administradores, obrigação que pode aumentar excessivamente o custo da aquisição hostil, descapitalizar a companhia-alvo<sup>194</sup> e, conseqüentemente, afastar a intenção de aquisição do ofertante.

Neste espectro, vale suscitar a relevante discussão relativa à eficácia deste método, tendo em vista a possibilidade dos administradores, uma vez cientes da compensação econômicas a que têm direito caso a oferta pública de aquisição venha a obter êxito, podem se mostrar menos resistentes à tentativa de aquisição hostil.

Frisa-se o entendimento no presente estudo de que o posicionamento da administração da companhia-alvo deverá ser analisado sob o escopo das normas aplicáveis aos administradores da sociedade, constantes dos artigos

---

<sup>194</sup> CORDEIRO, António Manuel de Rocha e Menezes. Da Tomada de Sociedades (*Takeover*): Efectivação, Valoração e Técnicas de Defesa. ROA. Lisboa, nº 54, p. 761-777, p. 774.

153 a 158 da Lei nº 6.404/76, bem como à função social do contrato e da boa-fé, princípios basilares da legislação cível brasileira.

#### **1.6.2.12. *People Pill***

A *people pill*, livremente traduzida nesta oportunidade como a pílula do povo, consiste em método defensivo que comporta na renúncia total do quadro administrativo da companhia-alvo, medida que pode desestimular a companhia-alvo em sua manobra de aquisição hostil.<sup>195</sup>

Trata-se de medida pouco utilizada e de baixa eficácia, já que a renúncia do quadro administrativo não se mostra normalmente suficiente para dissuadir a tentativa de aquisição hostil, embora possa se admitir no presente estudo que tal medida pode repercutir em consequências relevantes para a companhia adquirente.

Isso porque, em regra, o quadro de administradores da companhia aberta de capital disperso é que terá um amplo conhecimento sobre o gerenciamento interno da sociedade anônima, e da forma ideal de condução da atividade empresarial da companhia. Caso tal quadro efetivamente abdique de sua função, a companhia-ofertante poderá ter que lidar com um custo inviável no procedimento de estabilização da situação gerencial da companhia-alvo.

#### **1.6.2.13. *Show Stopper* ou *Safe Harbor* – Porto Seguro**

O *Show Stopper*, livremente traduzido como “o interruptor, a suspensão do show”, também conhecido como o *Safe Harbor* (porto seguro), consiste em método defensivo que nasce de fonte externa à dimensão societária. Nesta modalidade, a companhia-alvo busca suscitar procedimentos e entraves concorrenciais ou público-administrativos que se mostrem capazes de interromper o procedimento de oferta pública de aquisição hostil.

Primeiramente, a companhia-alvo deve promover atividade empresarial em áreas inerentes a serviços públicos, a fim de que o objeto social dessa sociedade seja regulável pelos órgãos estatais competentes. Com

---

<sup>195</sup> “A type of poison pill in which most or all of the current management team threatens to quit in the event of a hostile takeover”. Endereço eletrônico de Investor Words. Disponível em <[http://www.investorwords.com/3655/people\\_pill.html](http://www.investorwords.com/3655/people_pill.html)>. Acesso em 04/07/2017.

tal prerrogativa, será possível à companhia-alvo suscitar um entrave burocrático que interrompa o processo de aquisição hostil. A partir desse pressuposto, pode-se considerar a incidência, por exemplo, do artigo 78 da lei nº 8.666/93, segundo o qual: “Art. 78. *Constituem motivo para rescisão do contrato: (...) XI - a alteração social ou a modificação da finalidade ou da estrutura da empresa, que prejudique a execução do contrato; (...)*”.<sup>196</sup>

Em segundo momento, pode-se suscitar a competência do CADE – Conselho de Administração de Defesa Econômica – para dirimir sobre o ato de aquisição hostil sob o escopo concorrencial, tendo em vista o fato de a oferta pública de aquisição comportar, possivelmente, ato de concentração empresarial que pode ou não ser considerado ilícito.

Repara-se que, até o presente momento, o Direito Concorrencial não foi ventilado ou explorado, já que as medidas defensivas às aquisições hostis são previsões contratuais, institucionais ou estatutárias cujo escopo é repelir as manobras de aquisição hostil das companhias abertas. No entanto, é irrefutável que a maioria das aquisições hostis, especialmente as que culminam numa operação de incorporação, podem ser classificados como atos de concentração empresarial que provocam efeitos no mercado como um todo.<sup>197</sup>

---

<sup>196</sup> BRASIL. Lei nº 8.666/93 de 21 de junho de 1993. Disponível em <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L8666cons.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L8666cons.htm)>. Acesso em 16/06/2017.

<sup>197</sup> No tocante à incorporação como ato de concentração empresarial, vale conferir o seguinte trecho: “Por um lado, a concentração primária (ou concentração na unidade), que se caracteriza pelo aumento da dimensão das células econômico-empresariais e pela diminuição correlativa do seu número. Este tipo de concentração engloba todas as operações que visam incrementar a acumulação interna de poder econômico e financeiro por parte da empresa, e as razões que lhe estão na origem – embora não possam ser reconduzidas a um denominador comum – têm que ver essencialmente com as vantagens associadas à realização de economias de escala (redução do custo unitário de produção proporcional ao aumento da quantidade produzida), ao reforço da capacidade concorrencial através da consolidação da quota de mercado e da eventual assunção de posições de monopólio, e à racionalização das estruturas empresariais adveniente da progressiva especialização funcional e da aproximação do chamado ótimo econômico-empresarial (“betriebswirtschaftliches Optimum”). Por via de regra, esta concentração primária traduz-se na criação de unidades empresariais nas quais os respectivos elementos constituintes perdem, quer a sua atividade econômica, quer jurídica: instrumento jurídico típico desta modalidade de concentração é, pois, a fusão de sociedades (seja fusão-absorção, seja fusão-criação)”. ANTUNES, José A. Engracia. Os Grupos de Sociedades. Editora Almedina, Coimbra: 1993, p. 21. Ainda nesse sentido, ensina FERRAZ, Daniel Amin: “O grupo de sociedades é, hoje em dia, o instrumento, por excelência, de organização da empresa transnacional. Técnica jurídica apurada pode fundamentar-se em três modalidades distintas, a saber: grupo de sociedades de base societária, grupo de sociedades de base contratual, grupo de sociedades de base pessoal. Por grupo de sociedades de base societária entender-se a organização do capital que permitirá coparticipação societária,

Da mesma forma, a aquisição de ações da companhia-alvo por parte da companhia-ofertante, mesmo que independente da operação de incorporação, pode ensejar uma concentração empresarial, já que uma sociedade anônima pode passar a compor o grupo de sociedades da companhia-ofertante, sendo submetida ao poder de controle e direção da sociedade controladora.<sup>198</sup>

Considerando que o Direito Concorrencial possui como objeto de análise a concentração empresarial e a sua repercussão no mercado, naturalmente as manobras de aquisições hostis de companhias abertas podem repercutir na concorrência de determinado ramo comercial. Neste espectro, cita-se o artigo 61 da Lei nº 12.529/11, que possibilita à companhia alvo

---

determinante de um sistema de controle que gere o exercício do poder de gestão de uma sociedade, a sociedade mãe, sobre outros entes societários, as sociedades filhas. Importa ressaltar que nessa modalidade de grupo (de base societária) o instrumento de participação, constituído entre os membros do grupo, terá natureza jurídica de negócio societário, em sua classificação de negócio jurídico plurilateral (se entre sociedades limitadas) ou estatutário (se entre sociedades anônimas). Por outro lado, para a constituição de um grupo de sociedades de base contratual, não há que se falar em coparticipação societária, mas, tão somente, na realização de negócios jurídicos de natureza obrigacional. Assim, em um grupo de sociedades de base contratual, três são os elementos essenciais caracterizadores do grupo, quais sejam: A existência de uma relação obrigacional, objeto de contrato (geralmente negócio jurídico complexo), entre as partes; O poder de direção em controle derivado de tal contrato, em favor de uma das partes e em detrimento dos demais entes societários e; A dependência econômica também decorrente do desenvolvimento da atividade do grupo. Claro está, portanto, que para a caracterização do grupo de sociedades de base contratual será fundamental a existência de relações jurídicas contratuais, obrigacionais, entre os membros do grupo, e que tais relações tenham o condão de gerar poder de direção e controle e dependência econômica. Do até aqui analisado conclui-se que, em sua classificação, o grupo de sociedades possui natureza múltipla, já que caracterizado como negócio jurídico societário (grupo de base societária) ou negócio jurídico obrigacional (grupo de base contratual).” FERRAZ, Daniel Amim, Grupo de sociedades: instrumento jurídico de organização da empresa plurissocietária. Revista de Direito Internacional, Brasília, v. 12, n. 2, 2014 p. 494-510.

<sup>198</sup> Ainda segundo Engracia Antunes, confira-se o conceito de grupo de sociedades: “Num sentido estrito ou próprio, designa-se por grupo de sociedades todo o conjunto mais ou menos vasto de sociedades comerciais que, conservando embora as respectivas personalidades jurídicas próprias e distintas, se encontram subordinadas a uma direção econômica unitária e comum. Dum ponto de vista econômico, o grupo constitui uma nova e revolucionária forma de organização da atividade econômica da empresa moderna: ao contrário da empresa tradicional, que se caracterizava por se estruturar como uma empresa unissocietária, a empresa do grupo constitui uma unidade econômica plurissocietária – ou, na terminologia de certos autores, uma empresa “articulada” (IRUJO) ou uma empresa ‘poli corporativa’ (BALZ). Dum ponto de vista jurídico, a especificidade do grupo societário reside nessa tensão, ou oposição latente, entre a situação de facto (unidade de acção econômica e centralização do poder de direção) – ou, na terminologia de outros autores, na tensão subjacente a esta unidade ‘unidade na diversidade’ (WALLACE). Elementos definidores do conceito de grupo de sociedades são, assim, o elemento de independência jurídica das sociedades agrupadas e o elemento dependência econômica de todas (sociedades-filhas) em relação a uma delas (sociedade-mãe)”. ANTUNES, José A. Engracia. Os Grupos de Sociedades. Editora Almedina, Coimbra: 1993, p. 24.

promover pedido de aprovação de ato de concentração econômica perante o CADE, medida que, indubitavelmente, pode repelir a aquisição hostil almejada pelo ofertante, como pode se conferir a seguir:

“Art. 61. No julgamento do pedido de aprovação do ato de concentração econômica, o Tribunal poderá aprová-lo integralmente, rejeitá-lo ou aprová-lo parcialmente, caso em que determinará as restrições que deverão ser observadas como condição para a validade e eficácia do ato. § 1º O Tribunal determinará as restrições cabíveis no sentido de mitigar os eventuais efeitos nocivos do ato de concentração sobre os mercados relevantes afetados. § 2º As restrições mencionadas no § 1º deste artigo incluem: I - a venda de ativos ou de um conjunto de ativos que constitua uma atividade empresarial; II - a cisão de sociedade; III - a alienação de controle societário; IV - a separação contábil ou jurídica de atividades; V - o licenciamento compulsório de direitos de propriedade intelectual; e VI - qualquer outro ato ou providência necessários para a eliminação dos efeitos nocivos à ordem econômica. § 3º Julgado o processo no mérito, o ato não poderá ser novamente apresentado nem revisto no âmbito do Poder Executivo”.

A transcrição do dispositivo supradestacado demonstra a possibilidade de insurgência de pedido de aprovação do ato de concentração econômica, nos moldes do que fora explanado e desenvolvido até o presente momento. Assertivamente, trata-se de medida de possível aplicação no ordenamento jurídico brasileiro, capaz de postergar a tentativa de aquisição hostil lhe gerando custo insustentável.

#### **1.6.2.14. Macaroni Defense**

A presente medida defensiva se embasa no prêmio que deverá ser pago a título de debênture emitidas, obrigação que surge ao adquirente a partir do sucesso da aquisição hostil.

As debêntures são valores mobiliários, instituto já explorados no presente estudo, e consiste, em suma, em um título que garante ao seu titular direito de crédito contra a companhia emitente, nas condições constantes da escritura de emissão e, se houver, do certificado, conforme dicção literal do artigo 53 da Lei nº 6.404/76. Trata-se de uma espécie de valor mobiliário cujo

escopo é captar recursos à companhia emitente sem que reste constituído a relação jurídica de sociedade, tal como ocorre no caso das ações.<sup>199</sup>

Desta feita, a contrapartida do financiamento da companhia que emitiu a debênture pode ser paga em prêmio, cujo vencimento pode restar vinculado ao êxito da aquisição hostil promovido por companhia que realizou oferta pública de aquisição hostil. O preço dos prêmios pode atingir patamares tão elevados que podem dissuadir o ofertante em sua pretensão aquisitiva.

Naturalmente, é uma medida defensiva que encontra base legal no ordenamento brasileiro, e pode ser aplicada sem ressalvas, podendo-se destacar, inclusive, hipóteses nas quais o pagamento das debêntures acarretará na conversão do beneficiário em acionista, circunstância que gera um maior número de ações que o ofertante terá de adquirir para obter o controle da companhia-alvo.

#### **1.6.2.15. Vencimento Antecipado**

É uma medida defensiva cuja denominação é autoexplicativa: os contratos, negócios jurídicos e dívidas da companhia-alvo de valor relevante vencem automaticamente com a satisfação da condição suspensiva consistente aquisição hostil por parte do ofertante.

Em geral, os ativos relevantes das companhias-alvo foram constituídos como garantias do adimplemento das dívidas assumidas, motivo pelo qual o vencimento antecipado dos contratos e empréstimos relevantes da sociedade adquirida pode comportar em prejuízo insustentável ao adquirente, que pode perder os fornecedores, clientes e agentes de mercado que exercem atividade essencial à regular atividade empresarial da companhia.

Trata-se de medida defensiva de natureza contratual, pois resta estipulada no âmbito dos contratos que geram dívidas à companhia-alvo, estando independentes do estatuto social da companhia.

---

<sup>199</sup> Para fins de registro de um conceito extensivo às debêntures: “(...) a debênture é um título negociável, emitido pelas sociedades por ações, que contra elas confere o direito ao recebimento de sua importância principal, juros e outros direitos estipulados, com ou sem garantias especiais, nos prazos e condições estabelecidos na escritura de sua emissão, e no certificado respectivo, quando emitido”. CAMPINHO, Sérgio. Curso de direito comercial: sociedade anônima/ Sérgio Campinho. – 2. Ed. – São Paulo: Saraiva, 2017, p. 164.

Possui ampla aplicabilidade no ordenamento jurídico nacional, posto que o vencimento antecipado pode se vincular ao êxito da aquisição hostil como condição contratual de natureza suspensiva.

#### **1.6.2.16. Standstill Agreements**

*Standstill*, numa livre tradução do inglês para o português, significa “ficar parado, permanecer imóvel”, nomenclatura que remete ao acionista que, por intermédio de acordo celebrado com a companhia, anui com a inércia no tocante ao aumento de suas cotas sociais, se comprometendo a não adquirir um determinado número de ações que possa lhe garantir o controle da sociedade anônima.

Para que não adquira um número de ações que comporte na aquisição do poder de controle, o acionista aceita, como contrapartida, o pagamento de uma compensação, qual seja o retorno financeiro pela sua inércia no tocante à aquisição de ações da companhia.

Mais uma vez, consiste em medida cuja aplicação demanda uma específica adaptação ao ordenamento jurídico brasileiro, pois a compensação pode ser prejudicial ao objetivo da companhia, hipótese que não poderá ser aceita pela administração da sociedade que busca manter imóvel o acionista que potencialmente poderá realizar oferta pública de aquisição hostil.

#### **1.6.2.17. Apenas diga não – *Just Say No***

Outra vez, consiste em método defensivo cuja denominação explicita a sua procedibilidade, visto que se trata da mera negativa à oferta pública de aquisição por parte do Conselho de Administração da companhia-alvo, caso tal órgão efetivamente disponha da competência necessária para tanto.

Não se pretende aprofundar neste método, pois sua aplicabilidade no ordenamento jurídico brasileiro é impossível, já que o Conselho de Administração das companhias abertas nacionais são incapazes de exararem decisões terminativas no tocante às ofertas públicas de aquisição, tal como nos Estados Unidos.

#### **1.6.2.18. Litígio Judicial e/ou arbitral**

Por fim, faz-se menção à instauração de um procedimento judicial ou arbitral como método defensivo apto a afastar a oferta pública de aquisição hostil, contexto no qual as partes litigantes poderão suscitar inúmeras discussões formais ou materiais que podem se mostrar aptas para dissuadir, interromper, ou estagnar a OPA promovida pelo ofertante.

Resta facultado aos litigantes, também, alcançar um consenso no tocante à oferta pública de aquisição, estipulando alguma espécie de compensação, acordo de aquisição de quotas sociais, ou qualquer outra transação que seja capaz de repelir a manobra de aquisição hostil do ofertante.

O provimento judicial para fins de deferimento de uma tutela de urgência, tendo em vista uma constatada ilegalidade, pode suspender todo o trâmite da oferta pública, gerando vantagem à parte que obtiver êxito, e alterando o panorama da negociação de ações.

Vale destacar que, no Brasil, as empresas que se mostram vinculadas ao Novo Mercado, independentemente do nível em que se enquadram, devem se comprometer a adotar cláusulas de compromisso arbitral, motivo pelo qual muito dos litígios judiciais relativos às alienações do poder de controle se darão na Câmara de Arbitragem do Mercado.

#### **1.6.2.19. Fortalecimento da Esfera de Controle**

Por fim, vale mencionar o fortalecimento da esfera de controle como medida defensiva, embora, de fato, não consista em uma espécie de instituto defensivo, mas sim uma estratégia que busca anular a dispersão do capital.

Assim, fortalecendo-se a esfera de controle dos acionistas de determinada companhia-alvo, a vulnerabilidade consistente na dispersão do capital pode ser afastada, inviabilizando a alienação do poder de controle por intermédio de oferta pública de aquisição.

No entanto, consente-se que a presente medida é de difícil operacionalização, já que demanda a cooperação de um número suficiente de acionistas para a concentração do capital necessário para afastar as ofertas públicas de aquisição hostis.



Por fim, considera-se essencial analisar as responsabilidades dos administradores da companhia nos termos da Lei nº 6.404/76, já que a análise da medida defensiva em si pode repercutir na legalidade ou não de suas condutas.

## **1.7 Das responsabilidades e deveres dos administradores**

A seção IV da Lei nº 6.404/76, que dispõe sobre os deveres e responsabilidades da função do administrador, estabelece que o fim de suas ações deve ser a realização dos interesses da companhia.<sup>200</sup> Age, pois, em prol do interesse social “com o cuidado e diligência que todo homem probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios”<sup>201</sup>

### **1.7.1. Dos deveres dos administradores**

A Lei delimita explicitamente os padrões básicos de comportamento daqueles que ocupam tal posição na empresa e, por meio dos artigos 153 a 157, fixa os deveres e na sequência disciplina as responsabilidades dos administradores.

É possível analisar essas ações padronizadas na Lei e relacioná-las com o tema da tomada de controle das companhias e as medidas defensivas, visto que as medidas que não possuem previsão legal específica serão analisadas, muitas vezes, a partir dos deveres e responsabilidades dos

---

<sup>200</sup> Lei 6.404/76, art. 154: “Art. 154. O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa. § 1º O administrador eleito por grupo ou classe de acionistas tem, para com a companhia, os mesmos deveres que os demais, não podendo, ainda que para defesa do interesse dos que o elegeram, faltar a esses deveres. § 2º É vedado ao administrador: a) praticar ato de liberalidade à custa da companhia; b) sem prévia autorização da assembléia-geral ou do conselho de administração, tomar por empréstimo recursos ou bens da companhia, ou usar, em proveito próprio, de sociedade em que tenha interesse, ou de terceiros, os seus bens, serviços ou crédito; c) receber de terceiros, sem autorização estatutária ou da assembléia-geral, qualquer modalidade de vantagem pessoal, direta ou indireta, em razão do exercício de seu cargo. § 3º As importâncias recebidas com infração ao disposto na alínea c do § 2º pertencerão à companhia. § 4º O conselho de administração ou a diretoria podem autorizar a prática de atos gratuitos razoáveis em benefício dos empregados ou da comunidade de que participe a empresa, tendo em vista suas responsabilidades sociais”. BRASIL. Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Disponível em <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6404compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm)>. Acesso em 18/06/2017.

<sup>201</sup> Lei 6.404/76, art. 153: “Art. 153. O administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios”. BRASIL. Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Disponível em <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6404compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm)>. Acesso em 18/06/2017.

diretores e administradores, que poderão se sancionados caso não ajam em conformidade com os interesses da companhia.

No tocante ao dever de diligência, a finalidade primordial do administrador, como dito anteriormente, é agir para lograr os objetivos da companhia e seus interesses, motivo pelo qual não deve haver motivação pessoal nem ações que visem o benefício próprio em detrimento da empresa. Suas ações devem seguir o fim e o interesse social estabelecidos na Lei e no Estatuto.

A disposição legal<sup>202</sup> dá ainda uma conotação mais abrangente à expressão *interesse pessoal*, pois veda a busca de vantagens não somente em caráter personalíssimo, mas inclusive para outros membros da empresa, quando em caráter individual e não social. Por essa razão:

“(...) § 1º O administrador eleito por grupo ou classe de acionistas tem, para com a companhia, os mesmos deveres que os demais, não podendo, **ainda que para defesa do interesse dos que o elegeram**, faltar a esses deveres.

§ 2º É vedado ao administrador:

- a) praticar ato de liberalidade à custa da companhia;
- b) sem prévia autorização da assembléia-geral ou do conselho de administração, tomar por empréstimo recursos ou bens da companhia, ou usar, em proveito próprio, de sociedade em que tenha interesse, ou de terceiros, os seus bens, serviços ou crédito;
- c) receber de terceiros, sem autorização estatutária ou da assembléia-geral, qualquer modalidade de vantagem pessoal, direta ou indireta, em razão do exercício de seu cargo”.

O dever de diligência encontra-se expresso no art. 153 e é “o dever de maior amplitude na definição de padrões de comportamento em nossa legislação acionária”<sup>203</sup>. Motiva o administrador a aplicar, na condução dos assuntos da companhia, o mesmo zelo que empregaria em seus assuntos privados.

<sup>202</sup> Lei 6.404/76, art. 154: “Art. 154. O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa. § 1º O administrador eleito por grupo ou classe de acionistas tem, para com a companhia, os mesmos deveres que os demais, não podendo, ainda que para defesa do interesse dos que o elegeram, faltar a esses deveres”. BRASIL. Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Disponível em <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6404compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm)>. Acesso em 18/06/2017.

<sup>203</sup> Nascimento, João Pedro Barroso do. Medidas Defensivas à Tomada de Controle de Companhias – São Paulo: Quartier Latin, 2011. Pág. 228

Esse dever complementa a Finalidade das Atribuições, pois adiciona à finalidade não pessoal do administrador a diligência que o homem normalmente emprega na condução de seus próprios negócios.

O administrador deve cumprir o que está delimitado na Lei e quando não o faz, comete desvio de poder. Este se caracteriza deturpação da finalidade da lei e do estatuto da companhia.

O desvio de poder é uma fraude à lei e ao estatuto, posto que mediante a manipulação e aplicação deformada de suas regras, visa a lograr fins outros que não os da companhia.

No que se refere ao dever de lealdade, tem-se que, ao assumir o cargo, o administrador passa a ter contato com informações ignoradas por terceiros em geral e mesmo por acionistas. Tais conhecimentos são capazes de “influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários”<sup>204</sup> e impõem dever de silêncio e lealdade.

Por esse dever, deve guardar sigilo sobre qualquer informação sensível que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado. O administrador não deve, ainda, intervir em qualquer operação social que seja contrária ao seu interesse, quando este estiver em conflito com o da sociedade.<sup>205</sup>

Por fim, existe ainda um dever específico em relação ao administrador de companhia aberta: ele deve declarar no momento da posse o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures

---

<sup>204</sup> BERTOLI, Marcelo M. RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. Curso Avançado de direito comercial. 10ª Ed. RT: 2016, Pág. 340.

<sup>205</sup> Lei 6.404/76: “Art. 156. É vedado ao administrador intervir em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia, bem como na deliberação que a respeito tomarem os demais administradores, cumprindo-lhe cientificá-los do seu impedimento e fazer consignar, em ata de reunião do conselho de administração ou da diretoria, a natureza e extensão do seu interesse. § 1º Ainda que observado o disposto neste artigo, o administrador somente pode contratar com a companhia em condições razoáveis ou equitativas, idênticas às que prevalecem no mercado ou em que a companhia contrataria com terceiros. § 2º O negócio contratado com infração do disposto no § 1º é anulável, e o administrador interessado será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que dele tiver auferido”. BRASIL. Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Disponível em <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6404compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm)>. Acesso em 18/06/2017.

convertíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular.<sup>206</sup>

### 1.7.2 Responsabilidade dos Administradores

As disposições legais acerca dos deveres do administrador podem ser entendidas como o motivo determinante do tipo de responsabilidade vinculada a esse cargo: todo ato praticado pelos administradores são de responsabilidade exclusiva da própria companhia.

Essa é a regra geral, pois agindo conforme o estabelecido em Lei, toda ação realizada pelo administrador deverá ser com vistas ao fim social da empresa, livre de qualquer consideração pessoal; é corolário, portanto, a responsabilização da empresa pelos atos de seus administradores: “O

---

<sup>206</sup> Lei 6.404/76: “Art. 157. O administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures convertíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular. (Vide Lei nº 12.838, de 2013) § 1º O administrador de companhia aberta é obrigado a revelar à assembléia-geral ordinária, a pedido de acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social: a) o número dos valores mobiliários de emissão da companhia ou de sociedades controladas, ou do mesmo grupo, que tiver adquirido ou alienado, diretamente ou através de outras pessoas, no exercício anterior; b) as opções de compra de ações que tiver contratado ou exercido no exercício anterior; c) os benefícios ou vantagens, indiretas ou complementares, que tenha recebido ou esteja recebendo da companhia e de sociedades coligadas, controladas ou do mesmo grupo; d) as condições dos contratos de trabalho que tenham sido firmados pela companhia com os diretores e empregados de alto nível; e) quaisquer atos ou fatos relevantes nas atividades da companhia. § 2º Os esclarecimentos prestados pelo administrador poderão, a pedido de qualquer acionista, ser reduzidos a escrito, autenticados pela mesa da assembléia, e fornecidos por cópia aos solicitantes. § 3º A revelação dos atos ou fatos de que trata este artigo só poderá ser utilizada no legítimo interesse da companhia ou do acionista, respondendo os solicitantes pelos abusos que praticarem. § 4º Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembléia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia. § 5º Os administradores poderão recusar-se a prestar a informação (§ 1º, alínea e), ou deixar de divulgá-la (§ 4º), se entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia, cabendo à Comissão de Valores Mobiliários, a pedido dos administradores, de qualquer acionista, ou por iniciativa própria, decidir sobre a prestação de informação e responsabilizar os administradores, se for o caso. § 6º Os administradores da companhia aberta deverão informar imediatamente, nos termos e na forma determinados pela Comissão de Valores Mobiliários, a esta e às bolsas de valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, as modificações em suas posições acionárias na companhia. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001). ” BRASIL. Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Disponível em <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6404compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm)>. Acesso em 18/06/2017.

administrador não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão”<sup>207</sup>.

Naturalmente, o mesmo artigo prevê situações que permitem a responsabilização cível do administrador pelos prejuízos causados: quando age com dolo ou culpa, ainda que dentro de suas atribuições e poderes e quando procede com violação da Lei ou do Estatuto.

Em princípio, os administradores não respondem pessoalmente pelos seus atos, e quando o fazem é de forma individual, ou seja, não há responsabilidade solidária. Isto no primeiro momento, porque havendo atos ilícitos de terceiros e com eles o administrador for conivente, responderá solidariamente caso não consigne sua divergência em ata.

Com a explanação das medidas defensivas ora apresentadas, a fase inicial do presente estudo encontra seu fim. Em passo seguinte, os casos concretos ocorrentes em território brasileiro serão explorados, tudo para que o panorama regulatório brasileiro reste devidamente desenvolvido na terceira e última fase deste estudo.

---

<sup>207</sup> Lei 6.404/76: “Art. 158. O administrador não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão; responde, porém, civilmente, pelos prejuízos que causar, quando proceder: I - dentro de suas atribuições ou poderes, com culpa ou dolo; II - com violação da lei ou do estatuto. § 1º O administrador não é responsável por atos ilícitos de outros administradores, salvo se com eles for conivente, se negligenciar em descobri-los ou se, deles tendo conhecimento, deixar de agir para impedir a sua prática. Exime-se de responsabilidade o administrador dissidente que faça consignar sua divergência em ata de reunião do órgão de administração ou, não sendo possível, dela dê ciência imediata e por escrito ao órgão da administração, no conselho fiscal, se em funcionamento, ou à assembléia-geral. § 2º Os administradores são solidariamente responsáveis pelos prejuízos causados em virtude do não cumprimento dos deveres impostos por lei para assegurar o funcionamento normal da companhia, ainda que, pelo estatuto, tais deveres não caibam a todos eles. § 3º Nas companhias abertas, a responsabilidade de que trata o § 2º ficará restrita, ressalvado o disposto no § 4º, aos administradores que, por disposição do estatuto, tenham atribuição específica de dar cumprimento àqueles deveres. § 4º O administrador que, tendo conhecimento do não cumprimento desses deveres por seu predecessor, ou pelo administrador competente nos termos do § 3º, deixar de comunicar o fato a assembléia-geral, tornar-se-á por ele solidariamente responsável. § 5º Responderá solidariamente com o administrador quem, com o fim de obter vantagem para si ou para outrem, concorrer para a prática de ato com violação da lei ou do estatuto”. BRASIL. Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Disponível em <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6404compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm)>. Acesso em 18/06/2017.

## **2. MANOBRAS HOSTIS DE AQUISIÇÃO DE CONTROLE DE SOCIEDADE ANÔNIMA - DESCRIÇÃO E ANÁLISE DE CASOS**

No presente capítulo, alguns casos que retratam o estado da regulação brasileira no tocante às medidas defensivas contra aquisições hostis de sociedades anônimas de capital aberto serão analisados.

Com isso, algumas das espécies das medidas retratadas no capítulo anterior se mostrarão presentes nos casos explorados, circunstância que permitirá compreender de que forma os institutos defensivos vêm sendo aplicados no ordenamento jurídico brasileiro.

Frisa-se, anteriormente à análise individual dos casos ora colacionados, que o escopo da análise dos presentes casos é o posicionamento do órgão regulador do mercado de capitais no tocante às medidas defensivas, sendo que discussões alheias a esse fim não restarão exploradas.

### **2.1. Caso 1 – Caso GPC Participações S.A – Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/591 (julgado na sessão de 27/9/2016).**

Cuida-se este de procedimento intentado pela Superintendência de Relações com Empresas – SEP, órgão vinculado à CVM, cuja função é coordenar, supervisionar e fiscalizar os registros de companhias abertas e de outros emissores, bem como sua atualização, e propor e fiscalizar a observância de normas sobre atividades relacionadas aos registros e a divulgação de informações pelas companhias abertas e outros emissores e sobre operações especiais.

A SEP promoveu Termo de Acusação em face de determinados acionistas (“Acusados”) que, na qualidade de administradores e/ou acionistas da GPC Participações S.A. (“GPC” ou “Companhia”), companhia aberta cujo objeto social é a participação em outras sociedades como sócia ou acionista,<sup>208</sup> votaram favorável e decisivamente pela aprovação de reforma estatutária que (i) previa a obrigação de realização de oferta pública de aquisição de ações

---

<sup>208</sup> Em conformidade com o estatuto social da companhia em questão, disponível em <<http://www.gpc.com.br/ri/show.aspx?idCanal=jS5UDOSFcc6zZnFXj4KF3A==>>. Acesso em 21/06/2017.

(“OPA”) para acionista que alcançasse participação de 40% do capital da Companhia e (ii) alterava as atribuições do Conselho de Administração, ambas as deliberações no interesse exclusivo do grupo de acionistas do qual participavam.

Após deferimento de recuperação judicial da GPC, um grupo de 45 acionistas, pertencentes em sua maior parte a uma só família, e vinculados entre si por acordo de votos, possuíam 37,63% das ações e à época administravam a Companhia.

Assim, pelo que se deduz, a própria estrutura do órgão regulador intentou Termo de Acusação em face à votação para inserção de cláusula de proteção à dispersão acionária que obriga a realização de oferta pública de aquisição por parte de sócio que alcança um percentual mínimo de 40% das quotas dessa companhia.

Especificamente, pode-se conferir o teor da acusação, que segue nos seguintes termos:

“22. A Acusação entende que o estatuto, ao fixar o gatilho da oferta em 40% das ações emitidas, geraria efeitos assimétricos sobre os acionistas, dividindo-os em dois grupos distintos: de um lado, os Acionistas Vinculados, já virtualmente detentores dessa quantidade de ações, ficariam seguros contra a eventual formação de um grupo com participação acionária superior; de outro, os demais acionistas ficariam privados da possibilidade de venderem suas ações a quem se dispusesse a assumir o controle.

23. Dessa forma, segundo a acusação, um dos potenciais benefícios das poison pills, que é a divisão equânime de prêmios de controle, não estaria presente no caso. Assim, o objetivo mais nítido da Defesa via OPA seria reforçar a predominância dos Acionistas Vinculados, inviabilizando qualquer mudança de controle sem a sua concordância.

24. A Acusação destaca que apesar de os Acionistas Vinculados deterem 37,65% das ações emitidas pela GPC; pessoas próximas, inclusive, em alguns casos, com laços familiares, detêm participação que levam esse patamar para 39,89%. Por exemplo, a acionista Juliana Maria de Andrade Bhering Cabral Palhares é casada com Paulo Cesar Peixoto de Castro Palhares Filho, que, assim como seu pai, é um dos Acionistas Vinculados<sup>12</sup>. Ela detinha, à época da AGE, ações representativas 2,24% do capital da GPC.

25. Segundo a Acusação, não haveria razão para a adoção da Defesa via OPA, inclusive porque os Investidores, ao serem questionados, negaram a intenção de alterar a administração, ou o controle acionário da GPC (fls. 76 a 79). 26. A desconfiança em relação à intenção dos Investidores parece ter sido o real propósito para a adoção das Defesas, e é o que transparece da leitura da justificativa levada pelos administradores à AGE: a “proteção de acionistas minoritários contra capital especulativo”. Na proposta, essa necessidade de proteção foi associada ao processo de recuperação judicial, dando a entender que os Investidores, ou alguém que se acreditasse estar por trás deles, pudessem interferir negativamente neste processo. 27. Segundo a Acusação, é duvidoso que esse receio fosse uma justificativa aceitável para as alterações estatutárias. Ainda que o receio fosse fundado, os administradores dispunham de outros recursos para impedir que ele se concretizasse. Por exemplo, estando de posse de declarações públicas das Investidoras de que não tinham intenção de promover mudanças substanciais na GPC, poderiam questionar judicialmente eventuais deliberações tomadas por eles em sentido contrário ao que haviam declarado.

28. De todo modo, buscou-se verificar se o receio dos administradores era compartilhado por aqueles diretamente envolvidos na recuperação judicial, que prevê a figura de “credores apoiadores”, ou seja, credores que optem por conceder “novas linhas de crédito, adiantamento e liberação de recursos, fornecimento continuado de bens e serviços em condições competitivas ou qualquer outro tipo de concessão ou transação que venha a ajudar na superação crise”.

29. Esses credores estão entre aqueles que continuaram a manter tratativas e relações comerciais com a GPC após o pedido de recuperação judicial, em maio de 2013, ou seja, concomitantemente às aquisições de ações pelos Investidores. Desse modo, se havia receio de que os Investidores poriam em risco a recuperação judicial, era de se esperar que esses credores expressassem essa preocupação.

(...)

31. A Acusação destaca que a Defesa via OPA não exige os acionistas que alcancem participação de 40% no capital social por meio da capitalização de créditos da obrigação de lançamento da OPA. Como a capitalização pode ser útil na recuperação da GPC, a perda dessa possibilidade agrava ainda mais o desequilíbrio entre custos e potenciais benefícios da Defesa via OPA.

32. Conclui a Acusação que a Defesa via OPA mostrou-se desproporcional e desarrazoada, pois conferiu privilégios aos administradores em detrimento dos interesses da coletividade dos acionistas. Os únicos favorecidos, ainda no entender da Acusação, foram aqueles que efetivamente sentiram-se ameaçados pelos Investidores: os Acionistas Vinculados, grupo



ao qual pertencem dois dos três administradores que propuseram tal procedimento. A forte ligação entre os administradores e os Acionistas Vinculados mostrou-se a única motivação plausível para a adoção da Defesa via OPA”.<sup>209</sup>

Pelo que se depreende do termo de acusação, é possível notar, ainda, por parte do órgão acusador, a confusão relativa à distinção entre as *poison pills*, seja na modalidade *flip in* ou *flip out*, da cláusula de proteção à dispersão acionária, instituto verdadeiramente inserido no estatuto da companhia em tela.

Trata-se de uma cláusula de proteção à dispersão acionária do “Tipo A”, cuja gatilho consiste na concentração de ações a um determinado nível percentual. Quando tal condição se concretiza, o acionista ou grupo de acionistas adquirente das quotas sociais restam compelidos a promoverem uma oferta pública de aquisição, onde os preços de aquisição das ações possuem valores mais elevados que os regularmente imputáveis.

O valor das ações da companhia sob análise pode ser conferido a partir da seguinte transcrição:

“8. A primeira modificação proposta criava o dever de lançamento de oferta pública de aquisição de ações para o acionista que alcançasse participação de 40% ou mais do capital social GPC (“Defesa via OPA”), conforme as regras a seguir reproduzidas:

a) qualquer pessoa ou grupo de pessoas que se torne titular de ações representativas de 40% ou mais do capital social da Companhia deverá realizar uma OPA para a aquisição da totalidade das ações de emissão da Companhia.

b) o preço ofertado por ação será o maior entre (i) valor econômico, apurado por empresa especializada escolhida em AG, acrescido de prêmio de 25%; (ii) 125% do preço de emissão em aumentos de capital ou distribuições públicas ocorridas nos 24 meses que precederem a OPA, atualizados pelo IGP-M; (iii) 125% do valor do patrimônio líquido a preço de mercado na data em que a oferta se tornar obrigatória; (iv) 125% da cotação unitária média nos 15 pregões que tiverem antecedido a OPA; e (v) R\$ 1,00, corrigido pelo IPCA a partir da data em que a oferta tornou-se obrigatória;

c) sujeitam-se à incidência dessas regras os aumentos de participação, direta ou indireta, incluindo, mas, não se limitando

<sup>209</sup> Acórdão do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/0591. Disponível em <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2016/20160927\\_PAS\\_RJ2014591.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2016/20160927_PAS_RJ2014591.pdf)>. Acesso em 26/06/2017.

a (i) subscrição de ações em aumentos de capital e (ii) constituição de quaisquer direito sobre as ações; d) serão excepcionados da obrigação de realizar oferta apenas hipóteses de (i) sucessão legal, (ii) incorporação de ações ou de companhias; e (iii) alienação de controle, a qual será regida pelo art. 254-A da Lei 6.404, de 19762 ;

e) o acionista responsável deverá solicitar o registro da OPA em até 30 dias do evento que a ensejou, sob pena de suspensão de seus direitos, sem prejuízo de eventual reparação de eventuais perdas e danos causados aos demais acionistas;

f) sem prejuízo da realização da OPA, o acionista que atingir participação superior a 40% deverá indenizar os acionistas de quem tenha adquirido ações nos 12 meses precedentes pelo montante correspondente à diferença entre o preço da oferta e o preço que lhes tenha pago, atualizado pelo IGP-M".<sup>210</sup>

Como pode se vislumbrar, os preços das ações a serem adquiridas na OPA originária da cláusula de proteção à dispersão acionária são muito mais elevados que o preço aplicável às condições societárias regulares, circunstância que, de fato, afasta as chances de êxito da OPA a ser promovida.

Extraí-se, ainda dos termos de acusação, a alegação de que a OPA teria o condão de proporcionar um tratamento não isonômico dos sócios, pois prejudicaria exclusivamente o grupo de acionistas que já detinha um maior percentual do número de ações da companhia.

Esse entendimento aduzido em acusação destoa totalmente do escopo de eficácia das cláusulas de proteção à dispersão acionária, posto que é natural que, uma vez acionado o gatilho, os detentores do maior percentual de ações sejam obrigados a promover ofertas públicas de aquisição a preços mais custoso, tudo para que o controle não seja adquirido inadvertidamente. Isso ressalta-se, independe da manifestação dos sócios quanto a sua vontade de adquirir o controle da companhia.

No entanto, a despeito dos equívocos perpetrados pela acusação, o diretor relator da demanda se posicionou de forma correta no presente caso, como pode se aferir dos termos do presente voto:

---

<sup>210</sup> Acórdão do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/0591. Disponível em <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2016/20160927\\_PAS\\_RJ2014591.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2016/20160927_PAS_RJ2014591.pdf)>. Acesso em 26/06/2017.

“39. Em resumo, a Acusação argui que a Defesa via OPA mostrou-se desproporcional e desarrazoada, conferindo privilégios aos Acionistas Vinculados e aos administradores em detrimento dos interesses da coletividade dos acionistas.

40. A Defesa, por sua vez, aduz que os Acusados propuseram alterações no estatuto social com vistas ao fortalecimento da GPC, de modo a permitir uma melhor condução das suas atividades durante o processo de recuperação judicial e a proteger os interesses dos minoritários por meio do estímulo à manutenção da dispersão acionária, garantido com isso que eventual tomada hostil de controle beneficiasse financeiramente a totalidade dos acionistas da Companhia.

41. Após analisar os fatos e circunstâncias envolvendo a questão, permito-me discordar da Acusação, pelas razões que passo a expor.

**42. A Defesa cita que a inserção de regra no estatuto social estabelecendo a obrigatoriedade da realização de OPA pelo acionista adquirente de determinado percentual da participação acionária, a exemplo do que decidiu a GPC, é utilizada por mais da metade das companhias abertas com ações negociadas no Novo Mercado, segmento de listagem da BM&FBovespa que estabelece um padrão de transparência e governança diferenciado para as companhias abertas. (g.n)**

**43. Sobre o tema, cabe mencionar que pesquisa realizada por Érica Gorga, tendo por base a análise de 84 estatutos de companhias dos Níveis 1 e 2 e do Novo Mercado, apontou que 56% delas têm em seus estatutos medidas de defesa contra tomada de controle que consistem em “gatilhos” para disparar uma oferta pública de aquisição de ações. (g.n)**

44. Recentemente, a BM&FBovespa<sup>10</sup> colocou em audiência pública proposta de alteração do regulamento do Novo Mercado estabelecendo como requisito de ingresso e permanência neste segmento a obrigatoriedade de as companhias listadas preverem, em seus estatutos sociais, que a aquisição voluntária de participação societária superior a 30% de seu capital social obrigue o adquirente a efetivar OPA tendo por objeto as ações de emissão da companhia de titularidade dos demais acionistas.

45. A inserção deste tipo de obrigação nos estatutos das companhias foi objeto de estudo que resultou no memorando elaborado pelos Diretores da CVM Marcos Barbosa Pinto e Otávio Yazbek, antes mencionado, quando examinaram as cláusulas estatutárias comumente utilizadas obrigando acionista a realizar uma OPA caso determinado percentual de participação acionária fosse adquirido.

46. Após apontarem benefícios, impactos e custos da adoção de tal medida, os Diretores entenderam que a adoção da OPA, sem a regra acessória que obriga o acionista que vote pela

alteração ou exclusão da OPA estatutária a realizar ele próprio igual oferta, a denominada cláusula pétrea, representa um regime equilibrado. Neste sentido, destacaram que a oferta pública por aumento de participação sem a referida cláusula pétrea:

‘cria incentivos para que os potenciais adquirentes do controle procurem a administração para negociar o preço e demais condições do negócio, o que é benéfico para os acionistas. (...) esse regime protege o direito de escolha dos acionistas devido à capacidade da poison pill de filtrar ofertas coercitivas. (...) O regime atende ainda a preceitos básicos de justiça, pois promove o tratamento igualitário dos acionistas, exigindo que a aquisição de controle se dê por meio de uma oferta pública dirigida a todos’.<sup>211</sup>

Do transcrito, constata-se que o relator exarou o entendimento correto no tocante ao escopo da cláusula de proteção à dispersão acionária, posto que declarou, primeiramente, que essa cláusula é utilizada por um grande contingente de empresas do Novo Mercado, que prima pela transparência e governança de primeira qualidade nesse contexto.

O relator ainda fez menção à pesquisa de Erica Gorga, que se dedicou a estudo empíricos que demonstram que, dentre 84 empresas filiadas ao Novo Mercado, 56% dessas possuem, em seus estatutos, cláusulas de proteção à dispersão acionária de “Tipo A”, tal qual se vislumbra no presente caso.

Reconheceu, ainda, que a cláusula de proteção à dispersão acionária foi inserida de forma independente das famigeradas “cláusulas pétreas” societárias, previsões contratuais de que as cláusulas de proteção não podem ser reformadas ou alteradas uma vez constantes do estatuto social.

Seguiu prolatando que o intuito principal da assembleia, ao inserir a impugnada cláusula de proteção, foi evitar a tomada hostil pelos acionistas com maior concentração de quotas, consolidando ato que buscou garantir o interesse social de forma equânime e isonômica. Confira-se:

59. Por tais razões, não posso concordar com a opinião da Acusação de que a Defesa via OPA mostrou-se desproporcional e desarrazoada, e a razão da sua adoção

<sup>211</sup> Acórdão do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/0591. Disponível em <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2016/20160927\\_PAS\\_RJ2014591.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2016/20160927_PAS_RJ2014591.pdf)>. Acesso em 26/06/2017.

visou favorecer exclusivamente os Acionistas Vinculados, pois creio que restou demonstrado que ela atendeu, indistintamente, aos interesses de todos os acionistas, em linha com as vantagens reconhecidas pela CVM no estudo que precedeu à elaboração do Parecer de Orientação nº 36/09, e pelos investidores (acionistas) que se expressaram quando da consulta formulada pelo IBGC para elaborar a Carta Diretriz, especialmente o direito de tratamento igualitário quando da alienação do controle.

60. Ainda no tocante a Defesa via OPA, merece destaque o fato de o gatilho favorecer a todos os acionistas da GPC, uma vez que nenhum acionista, individualmente ou em grupo vinculado por acordo de voto, possui participação acionária superior a 40% do capital votante.

61. Portanto, embora a Acusação argumente que pessoa próxima dos Acionistas Vinculados também detêm ações da GPC, o que poderia, na hipótese de sua adesão ao grupo, elevar a participação deles para 39,89% das ações emitidas, mesmo que tal hipótese se concretizasse, é forçoso reconhecer que os Acionistas Vinculados continuariam sujeitos à obrigação de realizar a oferta caso ultrapassem a participação definida pela Defesa via OPA.

62. A Acusação afirma ainda que o gatilho de 40% definido pela Defesa via OPA separou os acionistas em dois grupos bastante distintos: de um lado, os Acionistas Vinculados que ficaram insulados contra a eventual formação de um grupo com participação acionária superior a deles, predominando na condução dos negócios da GPC; e, de outro, os demais acionistas que ficaram privados da possibilidade de venderem suas ações a quem se dispusesse a assumir o controle da Companhia.

63. Tais argumentos não devem prosperar. Primeiro, porque a divisão entre Acionistas Vinculados de um lado, e, de outro, os minoritários, não decorre do surgimento da Defesa via OPA, não é fato novo na estrutura societária da GPC, tal separação prevalece desde o ano de 1997, quando os Acionistas Vinculados passaram a eleger os administradores e a conduzir os negócios da Companhia por meio de acordo de votos.

64. Segundo, qual seria o sentido de se estabelecer a obrigatoriedade de um acionista adquirir a totalidade das ações se porventura o aumento de sua participação não representasse uma ameaça à aquisição do controle da companhia? Em outros termos, faria sentido exigir de um acionista a realização de OPA para adquirir a totalidade das ações ao atingir participação abaixo daquela suficiente para adquirir o controle<sup>18</sup>?

65. Como o objetivo da medida era proteger a GPC de uma tomada hostil de controle, e o controle minoritário é exercido pelos Acionistas Vinculados, detentores de 37,65%, parece-me justificável a adoção do gatilho da OPA em 40%, percentual

este superior àquele, condição esta que caracterizaria a intenção de se adquirir o controle.

66. Divirjo, ainda, da afirmação da Acusação de que a Defesa via OPA privou os acionistas da possibilidade de venderem suas ações a quem estivesse disposto a tomar de forma hostil o controle da GPC e, conseqüentemente, o pretensão adquirente de comprá-las, pois a adoção desta Defesa não dispôs sobre o direito dos acionistas negociarem livremente suas ações, e certamente nem poderia. Em vez disso, dispôs sobre um ônus a ser suportado por quem adquire o controle naquelas condições, consubstanciado na necessidade de estender a oferta à totalidade dos acionistas.

67. O ônus imposto pela Defesa via OPA tem por finalidade maximizar o valor da GPC, obrigando o pretendente a formular oferta mais próxima do valor dos ativos da Companhia do que do seu valor de mercado em bolsa que, como se viu, estava deprimido em função das incertezas decorrentes da recuperação judicial.

68. No que se refere ao preço por ação a ser ofertado por meio da Defesa via OPA, cabe destacar que as hipóteses de prêmio ali previstas não diferem de maneira significativa das condições estabelecidas nas cláusulas desta natureza adotadas por dezenas de companhias listadas no Novo Mercado. Além disso, e como já dito, os acionistas da GPC podem alterar tais condições, a qualquer tempo, sem o constrangimento econômico imposto pela cláusula pétrea, uma vez que esta resolução não foi inserida no estatuto social da GPC.

69. Cabe, por fim, examinar o argumento da Acusação de que o interesse dos Acionistas Vinculados em aprovar a Defesa Via OPA teria por especial fim garantir o predomínio deles na condução dos negócios da GPC.

70. Como sustenta a Defesa, em companhias de controle minoritário, as decisões tomadas em assembleia sempre estarão sujeitas à formação das maiorias eventuais, não se podendo garantir aprioristicamente o predomínio dos Acionistas Vinculados nas decisões sociais.

71. A bem da verdade, reconheço que a inserção da OPA estatutária garante maior estabilidade ao controle minoritário, representando assim uma vantagem para quem o detém. Porém, no presente caso, trata-se de uma vantagem indireta, pois ela decorre de uma deliberação da assembleia que beneficia diretamente e indistintamente a coletividade dos acionistas da GPC, razão pela qual não me parece que a sua adoção seja suficiente para impedir o exercício de voto dos Acionistas Vinculados na AGE de 10.10.2013. A prevalecer o impedimento neste caso haveria, no meu sentir, excessivo cerceamento ao direito de voto sob o pretexto de se coibir eventual conflito de interesses.

72. Em linha com este entendimento, reporto-me ao voto do Diretor Marcelo Trindade, proferido no Processo Administrativo CVM nº RJ 2006/6785, julgado em 25.09.2006, oportunidade

em que asseverou: “as razões que motivam o voto do acionista são múltiplas, e se relacionam aos mais diversos fatores. A vantagem indireta que um acionista obtenha de uma certa deliberação não deve impedi-lo de votar”.

73. Na mesma linha, trago novamente à colação a manifestação de voto da Presidente Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana sobre o tema: “este preceito legal deve ser aplicado com prudência, sob pena de se verificar, a pretexto de se coibir os conflitos de interesses, um excessivo cerceamento ao exercício do direito de voto pela mesa diretora dos trabalhos da assembleia. Acredito que só se deva impedir o acionista de exercer o voto com base nesse fundamento, quando, no caso concreto, verificar-se, de maneira evidente, o interesse particular em jogo na deliberação”.

74. Os excertos destes votos mostram que o exame de impedimento de voto de um acionista deve ser feito cum grano salis, de forma a preservar ao máximo a higidez das decisões adotadas pelos acionistas nas assembleias.

75. A prevalecer o entendimento da Acusação a respeito do alcance da vedação ao exercício de voto previsto no art. 115, §1º, da Lei nº 6.404/76, as assembleias gerais poderiam tornar-se palco de desconfianças múltiplas sobre as vantagens indiretas a serem percebidas pelos acionistas, o que geraria, a meu ver, diversos e infundados pedidos de declaração de impedimento de voto quando da sua realização.

76. Por tudo isso, entendo que a Acusação não logrou comprovar que os Acionistas Vinculados ao aprovarem a Defesa via OPA, na AGE realizada em 10.10.2013, violaram o art. 115, § 1º, da Lei nº 6.404/76, nem que os membros do conselho de administração Paulo César Peixoto de Castro Palhares, Emílio Salgado Filho e Luiz Fernando Cirne de Lima, ao participarem da deliberação do conselho de administração que propôs a reforma do estatuto com a introdução da Defesa via OPA, violaram os artigos 154, § 1º e 156 da Lei nº 6.404/76”.<sup>212</sup>

O conteúdo do voto destinado à avaliação da cláusula de proteção à dispersão acionária ora reproduzido, conclui-se, se mostrou em perfeita consonância com a essência desse instituto, diferenciando, inclusive, tais cláusulas das clássicas *poison pills*, que são, efetivamente, institutos distintos um do outro.

Além disso, vislumbrou a utilidade do método defensivo em tela ao valorar seu objetivo, qual seja viabilizar uma negociação a partir de parâmetros mais isonômicos, resguardar os projetos da administração societária em

<sup>212</sup> Acórdão do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/0591. Disponível em <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2016/20160927\\_PAS\\_RJ2014591.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2016/20160927_PAS_RJ2014591.pdf)>. Acesso em 26/06/2017.

andamento, e garantir o direito à participação devida dos sócios na hipótese de sucessiva aquisição hostil por parte do novo grupo controlador. Por fim, resguardou o direito de voto dos acionistas da companhia no tocante à inserção da cláusula proteção à dispersão acionária, fazendo valer tanto os ditames da Lei nº 6.404/76, quanto as orientações e instruções prolatadas pela CVM na condição de órgão regulador das medidas defensivas às aquisições hostis.

O presente julgado é de extrema relevância para este estudo, por se tratar de manifestação recente do órgão regulador no tocante a temas de importância para o empresariado brasileiro.

## **2.2. Caso 2 – Caso Companhia HRT – Parecer do comitê de termo de compromisso (CVM – PAS 9211): Processo Administrativo Sancionador CVM/RJ: 2013/11703 e Processo de Termo de Compromisso CVM/RJ 2014/6823.**

Cuida-se de proposição de Termo de Compromisso apresentado à CVM por membros do Conselho de Administração da Companhia HRT – Participações em Petróleo S.A, a partir dos fatos constantes no Termo de Acusação CVM nº RJ – 2013-11703, promovido a partir de apuração pela Superintendência de Relações com Empresas – SEP.

A SEP apurou que membros do Conselho de Administração, inclusive o seu presidente, criaram um pacote de benefícios (*Severance Package*) aos membros da administração, com a intenção de estabelecer uma condição de maior segurança em relação à permanência dos diretores na Companhia, notadamente em razão de expansão societária que estava em curso, dirigida à exploração de petróleo na Namíbia.

Entre outras razões, os conselheiros (e também diretores) investigados alegaram em suas defesas que a companhia teria sido alvo de uma tentativa de aquisição hostil, o que justificaria a necessidade de se criar condições defensivas que reduzissem a possibilidade tanto de êxito de aquisição hostil quanto de demissão dos diretores responsáveis pela condução da sociedade. Confira-se:

“(...) a implementação do *Severance Package* surgiu da preocupação decorrente da tentativa de aquisição hostil do



controle acionário da companhia e da intenção manifestada por acionista relevante de alterar a composição do conselho no momento em que se dava início a uma das operações mais relevantes de exploração na Namíbia e que poderia ser comprometida”.

Pode-se constatar, do conteúdo até o presente exposto, que o chamado *Severance Package* consiste numa compensação devida aos administradores e conselheiros da companhia na hipótese de alienação hostil do poder de controle da sociedade em espeque. Tal medida representaria uma alternativa de defesa à aquisição hostil noticiada, desestimulando o ofertante mediante o pagamento de um prêmio que poderia se mostrar demasiadamente custoso à operação de alienação.

Trata-se esta medida, em realidade, de uma adaptação do paraquedas de ouro, segundo o qual é estipulado um prêmio a ser pago aos administradores da companhia-alvo caso o gatilho, qual seja a efetiva aquisição hostil do poder de controle por parte do ofertante, reste acionado, gerando um custo de compensação tão oneroso que a oferta hostil do proponente pode restar frustrada.

Além disso, o *Severance Package* seria acionado a partir da demissão dos administradores, circunstância que poderia vir a se concretizar na hipótese que, alegadamente, se concretizaria com a alienação do poder de controle da companhia em tela.

No entanto, no presente caso, comprovou-se que o citado *Severance Package* não passou de um ardil das partes, que objetivavam se monetizarem a partir do pagamento do prêmio que lhes seria devido em virtude de suas demissões.

Esse, inclusive, é o risco da aplicação do método do paraquedas de ouro, já que os administradores da companhia, uma vez cientes do benefício que iriam adquirir com a alienação do poder de controle, não se posicionaram de forma real contra as suas eventuais demissões ou no tocante às manobras e ofertantes de mercado, corroborando para que absorvessem vantagem pessoal da companhia e da cláusula sobre qual votaram favoravelmente.

Em vista disso, tanto o Termo de Compromisso proposto pelas partes acusadas, quanto o Procedimento Administrativo Sancionador culminaram na

estipulação de sanção aos administradores, conforme pode se conferir a seguir:

“Contextualização

A análise da ata da reunião do Conselho de Administração, realizada no dia 10/5/2013, e reapresentada no Sistema IPE, no dia 13/5/2013, demonstrou que foram discutidos os termos do Severance Package, aprovado na reunião do Conselho de Administração de 22/1/2013 (quando as ações de emissão da Companhia já apresentavam queda de 87% nos últimos três anos), e que o conselho havia reconhecido, por maioria, que o pacote havia sido acionado.

Em 29/5/2013, em matéria veiculada na imprensa, foram divulgados novos detalhes sobre o pacote de indenização, esclarecendo que as mudanças recentes no conselho teriam servido de gatilho para cláusula que previa o pagamento de indenização milionária à diretoria, em que Marcio Mello e outros quatro diretores teriam o direito de receber alto retorno financeiro, caso houvesse mudança no Conselho de Administração e eles fossem demitidos ou pedissem demissão (sendo R\$ 10 milhões para Marcio Mello e R\$ 5 milhões para cada diretor) e que os detalhes do pacote de indenização não haviam sido divulgados, apenas a sua existência.

Ao analisar os fatos, a SEP entendeu que o pacote revelava desequilíbrio entre direitos e obrigações, uma vez que a rejeição da proposta de composição do conselho de administração, de qualquer membro do conselho já dispararia a sua aplicação.

Para a SEP, a divulgação das hipóteses de disparo na proposta da administração, que instruiu a assembleia de 29/4/2013, teria influenciado na alocação dos votos dos acionistas que elegeram os membros do conselho de administração, quando foram eleitos três candidatos indicados pelos acionistas, causando o disparo da indenização. Assim, a área técnica concluiu que os conselheiros que aprovaram o Severance Package, em 22/1/2013 e 4/3/2013, violaram o dever de exercer suas atribuições no interesse da companhia, nos termos do art. 154 da Lei 6.404/76.

Ao analisar a ata da RCA de 22/1/2013 e a lista de beneficiários do Severance Package, a SEP verificou que, dos conselheiros que aprovaram o instrumento, três deles (Marcio Rocha Mello, Milton Romeu Franke e Wagner Elias Peres) deliberaram em benefício próprio (em infração ao disposto no art. 156 da Lei 6.404/76).

Além disso, a área técnica também constatou que, apesar de nenhum acionista ter solicitado sua substituição, Marcio Mello renunciou à presidência da Companhia, ensejando sua indenização, sendo seguido por Wagner Elias Peres.

Por fim, a SEP pontuou que, embora Milton Romeu Franke não tenha exercido o direito à indenização, foi eleito diretor presidente em substituição a Marcio Mello no dia 10/5/2013, de modo que o direito à indenização prevista no pacote aparentemente continuaria válido.

### Responsabilização

Diante do exposto, a SEP propôs a responsabilização de Marcio Rocha Mello, Milton Romeu Franke e Wagner Elias Peres, por infração ao art. 156 da Lei 6.404/76 e de John Anderson Willott, Carlos Thadeu de Freitas Gomes, William Lawrence Fisher e Elia Ndevanjema Shikongo, por infração ao artigo 154 da Lei nº 6.404/76, todos por terem votado favoravelmente à aprovação do Severance Package nas reunião do Conselho de Administração de 22/1/2013 e 4/3/2013.

Importante destacar que outros três conselheiros que também foram responsabilizados não apresentaram proposta de Termo de Compromisso.

### Propostas de Celebração de Termo de Compromisso

Depois de intimados, os acusados apresentaram, juntamente com suas defesas, as seguintes propostas de celebração de Termo de Compromisso:

- **Marcio Rocha Mello:** R\$ 150.000,00.
- **Wagner Elias Peres:** R\$ 150.000,00.
- **John Anderson Willott, William Lawrence Fisher, Elia Ndevanjema Shikongo e Carlos Thadeu de Freitas Gomes:** R\$ 200.000,00 cada.
- **Milton Romeu Franke:** R\$ 50.000,00.

Ressalta-se que outros três acusados nesse processo não apresentaram proposta de Termo de Compromisso.

Ao apreciar os aspectos legais das propostas, a Procuradoria Federal Especializada junto à Autarquia – PFE/CVM apontou, inicialmente, a existência de impedimento jurídico à sua celebração, já que os valores oferecidos seriam incompatíveis com os prejuízos causados à Companhia, além de não haver menção à indenização para a Companhia.

Em razão desse posicionamento da Procuradoria, Milton Franke e Márcio Mello apresentaram ata da Reunião do Conselho de Administração da HRT (realizada em 24/10/2014), em que foi deliberada celebração de Instrumentos de Transação com outros dois ex-administradores da HRT, alegando que, em razão desta transação, não seria mais devido à Companhia qualquer valor relativo ao pacote de indenização, motivo pelo qual solicitaram nova apreciação das propostas pela Procuradoria.

Em nova avaliação, a PFE/CVM concluiu que, se a Companhia, ou qualquer investidor interessado, entende não fazer jus à indenização e apresenta declaração expressa nesse sentido, não haveria impedimento jurídico imposto pelo art. 11, §5º, inciso II, da Lei 6.385/76.

Sob a ótica do procedimento de composição global adotado à luz dos demais processos similares, relacionados à HRT em trâmite na Autarquia, as propostas de termo de compromisso foram analisadas pelo Comitê em conjunto com as propostas apresentadas no âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/8013 (item 7 abaixo, também relacionado ao Severance Package).

Em linha com a manifestação da PFE/CVM, o Comitê concluiu que a aceitação do Termo de Compromisso, no caso, poderia trazer para a Autarquia relevante insegurança jurídica, considerando a possibilidade de eventuais riscos relacionados a futuros questionamentos por parte de investidores supostamente lesados. Além disso, o Comitê concluiu, inexistir ganho para a Administração Pública (em termos de celeridade e economia processual) pelo fato de remanescerem no processo outros três acusados.

Por fim, considerando as características que permeiam o caso concreto e a natureza e a gravidade das questões nele contidas, entendeu o Comitê ser inconveniente, em qualquer cenário, a celebração de Termo de Compromisso, pois o caso demandaria pronunciamento do Colegiado em sede de julgamento. Diante do exposto, o Colegiado, acompanhando o entendimento do Comitê, deliberou rejeitar as propostas de Termo de Compromisso de Marcio Rocha Mello, Wagner Elias Peres, Milton Romeu Franke, John Anderson Willott, William Lawrence Fisher, Elia Ndevanjema Shikongo e Carlos Thadeu de Freitas Gomes”.<sup>213</sup>

O Diretor Presidente da instituição, além de participado e votado na assembleia que criou o *Severange Package*, voluntariamente, renunciou à ao seu cargo, e foi indenizado com R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais), assim conduzindo-se de modo contrário ao buscado pela concessão do pacote de benefícios, cujo objetivo declarado foi o de estabilizar na administração da Companhia núcleo de direção que permitisse maior segurança no momento estava sendo negociada expansão das atividades societárias por meio de exploração de petróleo na Namíbia.

Contudo, concluiu a SEP que os atos apurados, praticados por diretores da instituição, configuravam infração ao dever de lealdade com os interesses da Companhia, assim violando, por exemplo, os artigos 154 e 156 da Lei 6.404/76.

O presente exemplo demonstra que o método defensivo do paraquedas dourado foi indevidamente utilizado pela Diretoria da Petrobrás para fins de estipulação de compensação inapropriada e contrária aos interesses da companhia como um todo.

É possível constatar que o termo “paraquedas de ouro” não suscitado em momento algum no Termo de Compromisso proposto pelos acusados,

---

<sup>213</sup> Endereço eletrônico da Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2016/20160714-1.html#hrt3>>. Acesso em 10/07/2017.

tampouco no Processo Administrativo Sancionador, circunstância que evidencia um desconhecimento do órgão regulador do instituto defensivo em si.

No entanto, também não é essencial à regulação atribuir determinada nomenclatura à medida defensiva alegadamente empregada pelos acusados no caso em concreto, até mesmo porque a medida defensiva, neste caso, possuía o escopo de locupletar de forma indevida os administradores da companhia em tela, conduta ilícita que não passou despercebida pelo órgão regulador.

O que se considera por essencial ao órgão regulador, vale destacar, é o controle das alterações e deliberações societárias que necessariamente têm de ser repassadas ao mercado de capitais, até mesmo porque as medidas defensivas nem sempre terão uma metodologia evidente, e podem ser eventualmente em desfavor da companhia em contexto que

Desta feita, o presente caso demonstra que a inexistência de regulação prévia no tocante ao paraquedas dourado não impediu o órgão regulador de identificar uma conduta contrária à legislação aplicável e aos interesses da companhia em tela, embora o conhecimento e a exploração dos institutos já conhecidos nesta área de conhecimento possam se mostrar favoráveis à correta aplicação dos métodos defensivos.

Por fim, importante também destacar que o caso ora analisado reforça a premissa já estabelecida neste estudo, qual seja a necessidade de obediência das medidas defensivas empregadas em território nacional aos ditames da Lei nº 6.404/76, os atos normativos editados pela CVM e os julgados de seus processos administrativos.

### **2.3. Caso 3 - Sadia S/A x Perdigão S/A - PAS nº SP2007/118 e REsp 1569171/SP**

Em 2006, ocorreu no Brasil importante caso de *insider trading* (uso de informação privilegiada para negociação de valores mobiliários no mercado de capitais), resultante da tentativa de a Sadia S/A, companhia aberta, adquirir o controle da Perdigão S/A<sup>214</sup>.

---

<sup>214</sup> Endereço eletrônico da ANPAD. Disponível em <<http://www.anpad.org.br/admin/pdf/FIN-B1854.pdf>>. Acesso em 05/06/2017.

Este fato alcançou grande notoriedade, em razão da forma expressa em que os atos de tentativa de aquisição de controle foram praticados, e também por ter sido objeto de investigação pela CVM<sup>215</sup> (no âmbito administrativo) e pelo Poder Judiciário, perante a Justiça Federal, nas esferas civis e criminais.

O presente caso é costumeiramente referenciado como a principal tentativa de aquisição hostil no ordenamento jurídico brasileiro, motivo pelo qual consiste em relato que tem inconfundível relevância para a temática, visto que despertou a necessidade de melhor regulação das medidas defensivas na legislação pátria.

A apuração promovida pela CVM foi realizada por meio do Processo Administrativo Sancionador – PAS nº SP2007/117<sup>216</sup> (Termo de Acusação apresentado contra Romano Ancelmo Fontana Filho, então membro do Conselho de Administração da Sadia) e do PAS nº SP2007/118<sup>217</sup> (acusação contra Luiz Gonzaga Murat Junior, então Diretor de Finanças e de Relações com Investidores da Sadia).

Por se tratar de processos que investigaram o mesmo fato, destaca-se para análise apenas o instalado para investigação do então acusado Luiz Gonzaga Murat Junior, o PAS 2007/118. A síntese do caso está registrado na Ementa e no resumo do acórdão, produzidos pelo colegiado da CVM e replicado nos seguintes termos:

“Cumpre ao administrador de companhia aberta guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se de informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários.”. Inabilitação. Vistos, relatados e discutidos os autos, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, com base na prova dos autos e na

---

<sup>215</sup> Endereço eletrônico da Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080226\\_PAS\\_SP20070117.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080226_PAS_SP20070117.pdf)>. Acesso em 20/5/2017.

<sup>216</sup> Processo Administrativo Sancionador nº P2007/117. Disponível em <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080226\\_PAS\\_SP20070117.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080226_PAS_SP20070117.pdf)>. Acesso em 20/5/2017.

<sup>217</sup> Endereço eletrônico da Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080226\\_PAS\\_SP20070118.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080226_PAS_SP20070118.pdf)>. Acesso em 20/5/2017.

legislação aplicável, por unanimidade de votos, com fundamento no artigo 11, IV, da Lei nº 6.385/76, decidiu aplicar ao acusado Luiz Gonzaga Murat Junior a pena de inabilitação para o exercício do cargo de administrador e conselheiro fiscal de companhia aberta pela prazo de cinco anos, por infração ao art. 155, § 1º, da Lei das S/A.”

Em 2006, o então Diretor de Relações com Investidores – DRI da Sadia S/A, em um período de cerca de quatro meses (de abril a julho), utilizou uma estratégia de tomada de controle hostil da Sadia S/A, a companhia-alvo. Para esse fim, em 07 de abril de desse ano, analisou com o Banco ABN a viabilidade de a Sadia realizar uma oferta pública para aquisição da Perdigão S/A, e, nesse mesmo dia, adquiriu<sup>218</sup> 15.300 American Depositary Recpets (ADRs)<sup>219</sup> emitidas pela Perdigão. Com isso, as medidas tendentes à aquisição de ações da Perdigão começaram a ficar evidentes.

Após, continuaram as tratativas com o Banco ABN de modo mais efetivo, culminando com a compra, em 29/06/2006, de mais um lote de 30.600 ADRs da Perdigão. Registra o relatório da CVM que, no período que antecedeu a essa segunda aquisição de ADRs, as operações sugeridas pelo ABN Amro passaram a também incluir “... *os membros do bloco de controle da Sadia S.A., outros administradores, funcionários da instituição financeira e advogados da companhia*”.<sup>220</sup>

Finalmente, em 16/07/2006 (na página da CVM) e em 17/07/2006, em jornais de grande circulação, a Sadia realizou uma OPA com a intenção de adquirir, pelo menos, 51% (cinquenta e um por cento) das ações da Perdigão S/A.

Contudo, no dia seguinte, essa oferta foi pública e expressamente recusada pelos acionistas detentores de mais de 50% (cinquenta por cento) das ações, em razão do que a Sadia elevou o preço de compra da oferta pública, ao que seguiu nova recusa dos acionistas da Perdigão.

<sup>218</sup> ADRs - American Depositary Receipts “são recibos de ações emitidos nos EUA para negociar ações de empresas de fora do país na Bolsa de Nova York. Uma empresa brasileira, por exemplo, para ter suas ações negociadas na NYSE precisa ser emitida em forma de títulos, com o nome de ADRS”. Tratam-se de títulos cuja emissão é essencial para a compra e venda de ações brasileiras no mercado de capitais americano. Endereço eletrônico do site de consultoria financeira Toro Radar. Disponível em <<http://www.tororadar.com.br/investimento/bovespa/adr-o-que-e>>. Acesso em 20/07/2017.

<sup>220</sup> Endereço eletrônico da Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080226\\_PAS\\_SP20070118.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080226_PAS_SP20070118.pdf)>. Acesso em 29/06/2017.

No mesmo dia em que a Perdigão S/A recusou pela segunda vez a oferta pública de compra de suas ações (21/07/2006), a Sadia vendeu 15.000 ADRs da Perdigão e retirou a sua oferta pública de aquisição.

Esses fatos resultaram em requerimentos de investigação à CVM, que deu curso ao procedimento de apuração do ocorrido e concluiu pela responsabilização do acusado, porque, na condição de administrador de uma companhia aberta, a Sadia S/A, utilizou informações sigilosas, ainda não divulgadas ao mercado, para obter vantagem na compra e venda de valores mobiliários.

Assim, a conduta do acusado moldou-se à hipótese do art. 155, § 1º, da Lei 6.404/76, que assim dispõe:

“Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado: [...]§ 1º Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários”.

No julgamento da causa, afastando questão preliminar aventada pelo acusado, a CVM reconheceu-se competente para a lide, uma vez que a Sadia S.A era organizada mediante leis brasileiras, tendo sede e administração no Brasil, embora a aquisição de ADRs tenha sido realizada no exterior, no mercado de capitais americano.

Da mesma forma, foi também afastada preliminar apresentada pelo acusado, para quem a existência de acordo (“consente decree”) que firmara com a *Securities Exchange Commission* - SEC<sup>221</sup>, nos Estados Unidos,

---

<sup>221</sup> Segundo consta no endereço eletrônico do governo americano, a Securities Exchange Commission possui os seguintes pressupostos: “The SEC consists of five presidentially-appointed Commissioners, with staggered five-year terms (see SEC Organization Chart; text version also available). One of them is designated by the President as Chairman of the Commission — the agency's chief executive. By law, no more than three of the Commissioners may belong to the same political party, ensuring non-partisanship. The agency's functional responsibilities are organized into five Divisions and 23 Offices, each of which is headquartered in Washington, DC. The Commission's approximately 4,600 staff are located in Washington and in 11 Regional Offices throughout the country. It is the responsibility of the Commission to: interpret and enforce federal securities laws; issue new rules and amend existing rules; oversee the inspection of securities firms, brokers, investment advisers, and ratings agencies; oversee private regulatory organizations in the securities, accounting, and auditing fields; and coordinate U.S. securities regulation with federal, state, and foreign authorities. The Commission convenes



configuraria *bis in idem*, e, por tal motivo, teria o condão de prejudicar o julgamento da causa pela CVM. Aduziu essa autarquia, porém, que a independência de instâncias não resultava na apontada prejudicialidade, dado a independência e autonomia da competência normativa e repressiva destes Estados. Nessa linha, deduziu o voto que:

“10. Obviamente, um acordo obtido pela SEC em um processo de natureza civil nos Estados Unidos não afasta a competência da CVM para apreciar o assunto na esfera administrativa. Afinal, um acordo da mesma natureza obtido no Brasil não teria tal consequência”.

Na formação da convicção de mérito, ressaltou o acórdão da CVM que a sequência de atos de negociação e compra das ADRs da Perdigão configurou, de modo direto, o uso de informação privilegiada na compra desses ativos. Considerou, ainda, que a venda das ADRs somente após o momento em que a Sadia retirou a sua oferta pública, bem como o fato de a operação de tomada de controle não haver sido concluída e não ter resultado em lucro, em nada repercutiu no reconhecimento da ocorrência das infrações legais que resultaram na penalização do acusado.

Não obstante ter havido a condenação dos diretores Representados mediante julgamento colegiado ocorrido nos Processos Administrativos Sancionadores acima indicados, o registro dos fatos foi encaminhado para o Ministério Público Federal, para apuração da eventual prática do crime “Uso Indevido de Informação Privilegiada”, constante do art. 27-D da Lei nº 6.385/1976 (Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários), de seguinte teor<sup>222</sup>:

“Art. 27-D. Utilizar informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo, capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários. Pena – reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de

---

regularly at meetings that are open to the public and the news media unless the discussion pertains to confidential subjects, such as whether to bring an enforcement action”. Trata-se, portanto, de estrutura estatal que busca garantir a aplicação das leis federais, exercendo função reguladora e fiscalizadora do mercado de capitais. Endereço eletrônico do governo americano. Disponível em <<https://www.sec.gov/Article/whatwedo.html#org>>. Acesso 12/07/2017.

<sup>222</sup> Lei 6.385, de 07/12/1976 (Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários). Extraído de <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm)>. Acesso em 10/06/2017.

até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)".

A denúncia oferecida pelo Ministério Público Federal foi aceita, e ação penal teve início na Justiça Federal, resultando na condenação dos acusados, Romano Ancelmo Fontana Filho e Luiz Gonzaga Murat Junior, os quais, após a rejeição de recurso que apresentaram perante o Tribunal Regional Federal da 3ª Região, promoveram recurso especial, que, em 2016, foi julgado pelo Superior Tribunal de Justiça - Recurso Especial 1.569.171/SP – reconheceu prescrita a pretensão punitiva do crime imputado ao primeiro, e manteve a condenação que fora imposta ao segundo, Luiz Gonzaga Murat Junior. O acórdão está assim ementado:

PENAL E PROCESSUAL. CRIME CONTRA O MERCADO DE CAPITAIS. ART. 27-D DA LEI N. 6.385/1976. USO INDEVIDO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA - INSIDER TRADING. ALEGAÇÃO DE ATIPICIDADE DA CONDUTA. NÃO ACOLHIMENTO. DOSIMETRIA DA PENA. PENA-BASE. AUMENTO. CULPABILIDADE EXACERBADA. FUNDAMENTO IDÔNEO. PENA DE MULTA. APLICAÇÃO CORRETA. DANOS MORAIS. NÃO CABIMENTO. CRIME COMETIDO ANTES DA VIGÊNCIA DA LEI N. 11.719/2008. IRRETROATIVIDADE. 1. Não mais subsistem a utilidade e o interesse recursais em relação ao segundo recorrente, em face da superveniência da prescrição da pretensão punitiva, nos termos do art. 109, V, c/c o art. 110, § 1º, ambos do Código Penal. 2. Quanto ao recurso do primeiro recorrente, cinge-se a controvérsia à análise da qualificação jurídica dada aos fatos delineados pelas instâncias ordinárias, notadamente se a conduta praticada pelo agente se subsume ao tipo previsto no art. 27-D da Lei n. 6.385/1976, e ao exame da dosimetria da pena, não sendo o caso de incidência da Súmula 7 do STJ. 3. A responsabilidade penal pelo uso indevido de informação privilegiada, ou seja, o chamado *Insider Trading* - expressão originária do ordenamento jurídico norte-americano - ocorreu com o advento da Lei n. 10.303/2001, que acrescentou o artigo 27-D à Lei n. 6.385/76, não existindo, ainda, no Brasil, um posicionamento jurisprudencial pacífico acerca da conduta descrita no aludido dispositivo, tampouco consenso doutrinário a respeito do tema. 4. A teor do disposto nos arts. 3º e 6º da Instrução Normativa n. 358/2002 da Comissão de Valores Mobiliários e no art. 157, § 4º, da Lei n. 6.404/1976, quando o *insider* detiver informações relevantes sobre sua companhia deverá comunicá-las ao mercado de capitais tão logo seja possível, ou, no caso em que não puder fazê-lo, por entender que sua revelação colocará em risco interesses da empresa, deverá abster-se de negociar com

os valores mobiliários referentes às informações privilegiadas, enquanto não forem divulgadas. 5. Com efeito, para a configuração do crime em questão, as "informações" apenas terão relevância para esfera penal se a sua utilização ocorrer antes de serem divulgadas no mercado de capitais. A legislação penal brasileira, entretanto, não explicitou o que venha a ser informação economicamente relevante, fazendo com que o intérprete recorra a outras leis ou atos normativos para saber o alcance da norma incriminadora. 6. Em termos gerais, os arts. 155, § 1º, da Lei n. 6.404/1976 e 2º da Instrução n. 358/2002 da CVM definem o que vem a ser informação relevante, assim como a doutrina pátria, que leciona ser idônea qualquer informação capaz de "influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado", gerando "apetência pela compra ou venda de ativos", de modo a "influenciar a evolução da cotação" (CASTELLAR, João Carlos. *Insider Trading e os novos crimes corporativos*, Rio de Janeiro: Editora Lúmen Júris, 2008, p. 112/113). 7. No caso concreto, não há controvérsia quanto às datas em que as operações ocorreram e nem quanto ao fato de que o acusado participou das discussões e tratativas visando à elaboração da oferta pública de aquisição de ações da Perdigão S.A, obtendo, no ano de 2006, informações confidenciais de sua companhia - Sadia S.A. - as quais, no exercício de sua profissão, tinha o dever de manter em sigilo. 8. Ainda que a informação em comento se refira a operações, na época, em negociação, ou seja, não concluídas, os estudos de viabilidade de aquisição das ações da Perdigão já se encontravam em estágio avançado, conforme decisão proferida no procedimento administrativo realizado na CVM, destacada no acórdão recorrido. 9. Diante do quadro delineado na origem, constata-se que a conduta do recorrente se subsume à norma prevista no art. 27-D da Lei n. 6.385/76, que foi editada justamente para assegurar a todos os investidores o direito à equidade da informação, condição inerente à garantia de confiabilidade do mercado de capitais, sem a qual ele perde a sua essência, notadamente a de atrair recursos para as grandes companhias. 10. Quanto à dosimetria da pena, não prospera a aventada contrariedade ao art. 617 do Código de Processo Penal, que trata da proibição de alterar ou agregar novos fundamentos para justificar o agravamento da pena quando somente a defesa houver recorrido, não se aplicando nas hipóteses em que o Ministério Público também recorre com o objetivo de aumentar a reprimenda, sob o argumento de que a sanção final não se revelou suficiente à reprovação e à prevenção do crime. 11. O cargo exercido pelo recorrente na época dos fatos - Diretor de Finanças e Relações com Investidores da Sadia S.A. - constitui fundamento idôneo para justificar o aumento da pena-base, "diante da sua posição de destaque na empresa e de liderança no processo de tentativa de aquisição da Perdigão", conforme destacou o

acórdão recorrido. 12. Pena de multa aplicada de forma fundamentada, em R\$ 349.711,53 (trezentos e quarenta e nove mil, setecentos e onze reais e cinqüenta e três centavos), nos termos dos arts. 27-D e 27-F da Lei n. 6.385/1976 e do art. 71 do Código Penal, com o objetivo de desestimular a conduta ilícita e resguardar a confiança do mercado mobiliário. 13. A despeito de a redação do art. 387, IV, do Código de Processo Penal, conferida pela Lei n. 11.719/2008, estabelecer que o juiz, ao proferir sentença condenatória, "fixará valor mínimo para reparação dos danos causados pela infração, considerando os prejuízos sofridos pelo ofendido", a referida norma, por possuir caráter processual e penal, não pode ser aplicada à espécie, em face do preceito constitucional previsto no art. 5º, XL, da CF/88, que veda a retroatividade da lei penal *in pejus*. 14. Recurso especial do segundo recorrente prejudicado, em razão do reconhecimento da prescrição da pretensão punitiva; recurso especial do primeiro recorrente parcialmente provido para afastar da condenação a imposição de valor mínimo para a reparação a título de danos morais coletivos. (REsp 1569171/SP, Rel. Ministro GURGEL DE FARIA, QUINTA TURMA, julgado em 16/02/2016, DJe 25/02/2016)

Ao assim decidir, o STJ, ratificando os elementos de investigação produzidos no processo administrativo realizado pela CVM, confirmou que os acusados de fato fizeram uso de informações privilegiadas para a obtenção de vantagens no mercado de capitais, e, mesmo declarando a inexistência de jurisprudência judicial sobre o tema, aplicou com efetividade o constante nos dispositivos criminais regulados na Lei 6.385/76, em particular o disposto em seus artigos 27-D e 27-F.

Com efeito, nesse sentido, do voto desse julgado, destaca-se:

“A hipótese vertente trata da primeira condenação por crime de *insider trading* na Justiça brasileira, conforme ressaltou o próprio recorrente. O caso diz respeito à Oferta Pública de Aquisição (OPA) da Sadia S.A. pelo controle acionário da concorrente Perdigão, ocorrida em 2006. Como todos sabem, a união entre as duas empresas não se efetivou na época, vindo a se concretizar somente em 2009; entretanto, foi a Perdigão quem comprou a Sadia, criando o conglomerado Brasil Foods”.

Como antes registrado, o fato objeto de investigação, embora ocorrido em 2006, foi decidido apenas 2012 em pelo Colegiado do Superior Tribunal de Justiça, no antes referido REsp 1569171/SP, que concluiu pela condenação dos agentes integrantes da Sadia.

Em 4/5/2017, conforme informação veiculada pela CVM<sup>223</sup>, a Segunda Turma do Supremo Tribunal Federal negou provimento ao agravo regimental interposto por Luiz Gonzaga Murat Jr. contra a decisão singular (proferida pelo Ministro Dias Toffoli) que inadmitiu o recurso extraordinário que interpôs contra o acórdão (REsp 1.569.171/SP) em que o Superior Tribunal de Justiça, ao julgar procedente a ação penal proveniente da tentativa de tomada hostil de controle perpetrada pela Sadia em relação à Perdigão, condenou-o às penas de prisão e multou-o pela quantia aproximada de R\$ 350.000,00 (trezentos e cinquenta mil reais).

Assim, com a chancela do Supremo Tribunal Federal, assentou-se nesse caso premissas importantes para a preservação da segurança ética e legal no que se refere à tomada de controle.

Vale lembrar, como já mencionado, que a CVM, desde as fases iniciais da ação penal<sup>224</sup>, atuou como assistente da acusação, e no final julgamento proferido pelo STF viu reconhecidas importantes premissas que defendeu no curso do processo, referentes à regulação do mercado de capitais, entre as quais, por sua particular relevância<sup>225</sup>, destaca-se:

“(i) o crime de *insider* é de natureza formal e de perigo abstrato e, portanto, independe de resultado. (ii) ainda que se trate de operação societária não concluída, a informação pode ser considerada relevante, mesmo na fase inicial de tratativas, e desde que ela seja capaz de influir na decisão de investimento. (iii) a conduta do DRI<sup>226</sup>, que se utilizou de informação relevante privilegiada, apresenta alto grau de reprovabilidade”.

Do contexto configurado pela ação harmônica entre os processos administrativos, realizado pela CVM, e judicial, que iniciado na Justiça Federal de primeiro grau foi encerrado apenas no Supremo Tribunal Federal, resulta

<sup>223</sup> Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20170515-1.html>>. Acesso em 10/6/2017.

<sup>224</sup> “Punição ao uso indevido de informação privilegiada no mercado de capitais (*insider trading*) permanece restrita à esfera administrativa e não chega ao Judiciário por meio de ações penais. No livro *Insider trading: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil*, professores do Núcleo de Estudos em Mercados e Investimentos da FGV Direito-SP demonstram que apenas quatro de 50 casos julgados pela Comissão de Valores Mobiliários entre 2002 e 2015 foram levados à esfera criminal – ou 8% do total de infrações”. Disponível em <<https://jota.info/justica/mais-de-90-do-insider-trading-nao-vai-ao-judiciario-27032017>>. Acesso em 10/10/2017.

<sup>225</sup> Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20170515-1.html>>. Acesso em 10/6/2017.

<sup>226</sup> DRI – Diretor de Relações Institucionais.

clara a necessidade de haver instrumentos normativos, de natureza administrativa e legais, que permitam maior efetividade na regulação e na aplicação de mecanismos de proteção à segurança e confiabilidade do mercado de capitais.

Além disso, a aquisição hostil intentada pela Sadia foi impedida, destarte, pelo método de concentração de controle, estratégia que se mostrou apta a afastar a dispersão das ações da Perdigão que lhe deixava vulnerável. Na realidade, como já dito, não se trata de um método defensivo por si, mas sim uma medida que busca afastar o próprio pressuposto de existência da aquisição hostil, e pode ser alcançada de qualquer forma não defesa em lei.

No caso da Perdigão, a concentração de 51% do capital da companhia não se deu por nenhuma estratégia específica, o que leva à conclusão que o método fora utilizado, mas sem o emprego de uma metodologia adequada.

Por fim, o caso da Sadia x Perdigão demonstra que as tentativas de aquisições hostis, uma vez refreadas pelas medidas defensivas, que não devem impossibilitar as eventuais negociações oriundas das ofertas públicas de aquisição, podem desembocar numa negociação consensual vantajosa às partes, ponto que demonstra a importância dos métodos defensivos para fins de estabilização de um panorama negocial.

#### **2.4. Caso 4 – Mittal Steel Company e Arcelor S.A (“Arcelor”)**

O caso *Mittal Steel Company N.V.* (“Mittal”) e *Arcelor S.A* (“Arcelor”) já foi analisado, por assim dizer, no subcapítulo referente às cláusulas de dispersão acionária.

Conforme já explanado, a Mittal, por intermédio de uma oferta pública, adquiriu, no exterior, o controle de Arcelor, que por sua vez possuía subsidiárias estabelecidas no Brasil, quais sejam a Arcelor Brasil S.A. e a Acesita S.A.

A Arcelor estabelecida em território brasileiro dispunha de cláusula contratual que determinava que, uma vez adquirido o poder de controle da

matriz, uma oferta pública de aquisição deveria ser promovida no Brasil, para fins de proteção do capital flutuante em território brasileiro.

Assim, a CVM impôs à companhia-adquirente *Mittal* a obrigatoriedade de apresentação de oferta pública de aquisição das ações da Arcelor Brasil, atendendo, alegadamente, o artigo 4º, IV, alínea “b” da Lei nº 6.385/76, e o estatuto social da companhia em tela.

Sabe-se que o fato da CVM ter se debruçado sobre este caso fez com que fosse gerado o Parecer de Orientação nº 36/2009, que preconizou, por assim dizer, o estado regulatório das cláusulas de proteção à dispersão acionária na legislação brasileira, conforme pode se conferir do seu teor:

**“CVM - Parecer de Orientação nº 36/2009.** DOU 29.06.2009. Disposições estatutárias que impõem ônus a acionistas que votarem favoravelmente à supressão de cláusula de proteção à dispersão acionária. Nos últimos anos, os estatutos de diversas companhias passaram a conter cláusulas de proteção à dispersão acionária que obrigam o investidor que adquirir determinado percentual das ações em circulação a realizar uma oferta pública de compra das ações remanescentes. Além disso, alguns estatutos incluem disposições acessórias a essas cláusulas, impondo um ônus substancial aos acionistas que votarem favoravelmente à supressão ou à alteração das cláusulas, qual seja, a obrigação de realizar a oferta pública anteriormente prevista no estatuto. A CVM entende que a aplicação concreta dessas disposições acessórias não se compatibiliza com diversos princípios e normas da legislação societária em vigor, em especial os previstos nos arts. 115, 121, 122, I, e 129 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Por esse motivo, a CVM não aplicará penalidades, em processos administrativos sancionadores, aos acionistas que, nos termos da legislação em vigor, votarem pela supressão ou alteração da cláusula de proteção à dispersão acionária, ainda que não realizem a oferta pública prevista na disposição acessória. Aprovado pelo Colegiado em reunião do dia 23 de junho de 2009. MARIA HELENA DOS SANTOS”.

A consolidação da posição da CVM no tocante às cláusulas pétreas inseridas nos estatutos sociais das companhias representa um grande avanço da regulação brasileira quando se tem em mente a discussão relativa às cláusulas de proteção à dispersão acionária, posicionamento que se originou a partir do presente caso.

No entanto, o presente julgado proporcionou à jurisprudência administrativa brasileira um posicionamento no tocante à competência da CVM

para exercer sua jurisdição sobre estatutos sociais internacionais, tendo em vista a sua comunicação com diferentes ordenamentos jurídicos. A esse respeito, confira-se a norma regulatória que, em virtude de sua relevância, foi transcrita na íntegra:

“Competência da CVM e Lei de mercado de capitais

14. Aparte o direito societário, a regulação de mercado de capitais também ampara a competência da CVM. As disciplinas societária e de mercado de capitais têm suas interseções, mas também seus ângulos próprios. Embora possa vir a acontecer, a discussão dos autos não envolve confronto entre os bens jurídicos tutelados por tais disciplinas. O direito societário cuida de aspectos iminentes à atividade social, como a relação dos acionistas entre si e para com os demais e o funcionamento dos órgãos sociais. A regulação de mercado de capitais, preocupa-se com o universo mais amplo de investidores de valores mobiliários atuais e potenciais, buscando preservar a eficiência do mercado por meio da tutela da informação.

15. Se no direito societário o estatuto é a lei entre as partes; no mercado de capitais essa lei se transforma em riqueza. Aos olhos dos investidores, as cláusulas estatutárias ganham substância econômica, incorporam-se na cotação dos valores mobiliários e são negociados em mercado secundário. Lei e estatuto são, em regra, elementos fundamentais na formação de preço de qualquer valor mobiliário, mas em nenhum têm tanta importância como para a ação, o mais tradicional deles. Qualquer um que compra uma ação sabe que leva uma fração dos direitos previstos em estatuto àquela classe, e essa percepção contribui para a formação de parcela expressiva do preço. De novo, Comparato ensina(34): "A companhia aparece, sob certos aspectos, como reunião de 'posições acionárias'. Eis porque a doutrina moderna tem sustentado que a ação de sociedade anônima participa da natureza de título de crédito, na medida em que 'incorpora' todos os direitos, deveres e ônus compreendidos na situação jurídica de acionista. O conjunto das relações da companhia com os seus acionistas passa, necessariamente, pelo diafragma acionário. Ninguém pode exercer nenhum direito corporativo no seio da companhia, se não prova a sua qualidade de acionista; e essa qualidade resulta da titularidade de ações".

16. Destaco ainda que nos documentos relativos à Oferta Final arquivados em outras jurisdições a Recorrente mencionou o estatuto social da Arcelor Brasil na passagem em que elevava para 100% o prêmio a ser repartido com os minoritários(35). Sob o ponto de vista da tutela do mercado de capitais, essa declaração da Recorrente (sem avançar no mérito) já atrai a jurisdição da CVM, pois não faria sentido que as cláusulas estatutárias surtíssem efeitos perante os acionistas e autoridades de outras jurisdições, mas não perante a autoridade onde foram originalmente assumidas.



17. Finalmente, em nenhum dos prospectos das companhias que fizeram emissões em níveis especiais de governança corporativa <sup>3</sup>/<sub>4</sub> e como requisito prévio tiveram que adaptar seus estatutos às cláusulas diferenciadas desses níveis de listagem <sup>3</sup>/<sub>4</sub> houve preocupação em chamar atenção para a alegada falta de poderes da CVM para exercer suas atribuições legais frente às cláusulas estatutárias. Como disse no início, o desenvolvimento recente de nosso mercado de capitais tem suas bases no cumprimento das promessas estatutárias voluntariamente contratadas junto aos órgãos de auto-regulação. Os dois principais pilares exigidos para que esse sistema se mantenha de pé são, justamente, a observância rigorosa dessas promessas estatutárias e a atuação das instituições de auto-regulação e de fiscalização no caso de tais promessas não serem cumpridas. Sem qualquer deles, todo o sistema cai por terra e, por mais essa razão, não haveria como contestar a competência da CVM.

18. Assim, seja por força das matérias previstas na Lei 6.404/76, seja por força do disposto na Lei 6.385/76, a CVM tem competência legal para exercer suas atribuições à luz de cláusulas estatutárias. O que foi escrito no estatuto tem que ser respeitado na prática, sem o que não há relacionamento possível entre acionistas, nem mercado de capitais. Oferta Pública Obrigatória

19. A primeira controvérsia diz respeito à Seção I do estatuto social da Arcelor Brasil ("Da Alienação de Controle"), mais especificamente, à interpretação correta do art. 10 do estatuto social. Convém transcrever os dispositivos: "Art. 8º - A alienação a título oneroso de bloco de ações que assegure a um acionista, a um grupo de acionistas sob controle comum ou vinculados por acordo de voto, o poder de controle da Companhia, direta ou indiretamente, tanto por meio de uma única operação, como por meio de operações sucessivas, deve ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente do poder de controle obrigue-se a concretizar uma oferta pública de aquisição das ações dos demais acionistas da Companhia, de forma a lhes assegurar tratamento igualitário àquele dado ao alienante. §1º - A transferência de ações ou de direitos inerentes às ações da Companhia ou de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações, de forma direta ou indireta, entre Pessoas Relacionadas, mesmo que implique na consolidação do poder de controle em apenas um acionista, não constitui alienação do poder de controle, 5/11 não dando causa, portanto, à obrigação de realizar oferta pública nos termos do caput deste Artigo. Para fins desta Seção, "Pessoa Relacionada" significa o controlador final da Companhia e as pessoas ou entidades, direta ou indiretamente, sob controle comum de tal controlador. §2º - O prazo, a documentação e o procedimento da oferta mencionada nesta Seção deverão ser aqueles exigidos pela regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários aplicável a ofertas públicas por alienação de controle que estiver em vigor na data da referida alienação. Art.

9º - A oferta pública de aquisição de ações a que se refere o caput do Artigo 8º também será exigida quando houver cessão onerosa de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações emitidos pela Companhia, que venha a resultar na alienação de bloco de ações que assegure o poder de controle da Companhia.

Art. 10 - A oferta pública de aquisição de ações a que se refere o Artigo 8º será também exigida caso uma pessoa, que não uma Pessoa Relacionada, adquira o poder de controle da Companhia por meio de aquisição de ações de emissão do acionista controlador final da Companhia. Neste caso, a sociedade objeto da aquisição do poder de controle ficará obrigada a declarar à Bolsa de Valores de São Paulo ("Bovespa") a mudança em seu controle acionário e a sociedade adquirente deste ficará obrigada a declarar à Bovespa o valor atribuído à Companhia nessa alienação”.

20. Para a Recorrente, quando o art. 10 fala em "oferta pública referida no art. 8º", refere-se à oferta de alienação de controle prevista no art. 254-A da Lei 6.404/76, que também vem citada no art. 9º. Trata-se, assim, da oferta resultante de uma aquisição derivada de controle, sendo que o art. 10 teria tido por finalidade apenas deixar claro que tal oferta seria necessária onde quer que o controlador final esteja localizado, isto é, não importando em que nível societário a alienação de controle viesse a ocorrer, mas sem eliminar a necessidade de que tenha havido uma alienação de controle. Já para as áreas técnicas, o art. 10 disciplinaria uma hipótese nova de OPA obrigatória, diversa da prevista no art. 254-A da Lei 6.404/76 que, por sua vez, viria refletida, com modificações, nos artigos 8º e 9º do estatuto social.

21. A argumentação da Mittal Steel não me parece aceitável. A Recorrente não apresentou explicação razoável para a existência do art. 10 do estatuto social da Arcelor Brasil. Não é verossímil que a cláusula tenha sido redigida para "deixar claro que não importa onde o controlador final esteja localizado, se a aquisição dessa entidade vier a ocorrer, uma oferta pública será exigida".

22. Não há o que deixar claro neste tópico. Há muito, a cessão de controle indireta ocorrida em holding de controle é considerada alienação de controle para efeitos de oferta pública obrigatória (36). A polêmica, aliás, só fazia real sentido na redação anterior do art. 254 da Lei(37), que não mencionava a alienação indireta e foi logo regulado por um texto que também não aludia a essa possibilidade (Resolução 401/76). Hoje a alienação indireta vem mencionada no art. 254-A e na Instrução 361/02(38). E o estatuto social da Arcelor Brasil, como se viu das passagens acima destacadas, fala em "direta ou indiretamente".

23. Se fosse para repetir a lei não haveria sentido em o art. 10 falar em aquisição de ações. Neste caso, inclusive, a discussão

destes autos deveria também alcançar Acesita. Se o art. 10 tratasse apenas de uma oferta derivada, repetindo o que já está na lei, teríamos aqui uma controvérsia sobre a aplicação do art. 254-A e com isso não faria sentido excluir Acesita. Não seria a falta do esclarecimento estatutário quanto à necessidade de OPA que afastaria Acesita do debate, diante do regime legal hoje vigente. Se existe o dispositivo no estatuto da Arcelor Brasil, tem que haver outro sentido, que precisa ser encontrado.

24. Tanto o art. 10 quanto o 9º do estatuto social iniciam-se com "a oferta pública de aquisição de ações a que se refere o art. 8º". Trata-se (como se prova pelo §2º, que remete, quanto ao prazo, documentação e procedimento, à regulamentação da CVM aplicável a ofertas públicas por alienação de controle) da oferta pública de tag along, que, neste caso, deve ser lançada a 100% do preço. Mas os artigos 9º e 10 se referem "à oferta pública do art. 8º" como um resultado que ocorrerá, quando o mais importante é saber o evento que dá causa a esse resultado: i. no art. 8º, a causa é "a alienação a título oneroso de bloco de ações que assegure a um acionista, a um grupo de acionistas sob controle comum ou vinculados por acordo de voto, o poder de controle da Companhia, direta ou indiretamente, tanto por meio de uma única operação, como por meio de operações sucessivas"; ii. no art. 9º é a "cessão onerosa de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações emitidos pela Companhia, que venha a resultar na alienação de bloco de ações que assegure o poder de controle da Companhia"; e iii. no art. 10 é quando "uma pessoa, que não uma Pessoa Relacionada, adquira o poder de controle da Companhia por meio de aquisição de ações de emissão do acionista controlador final da Companhia".

25. As hipóteses são próximas às do Regulamento de Listagem do Novo Mercado da Bovespa (39) ("Regulamento do Novo Mercado"), o que condiz com as declarações à imprensa dadas pela Arcelor Brasil pouco antes da reforma estatutária que incluiu os dispositivos(40). O art. 8º combina, com ligeiras alterações, as definições de "Alienação de Controle de Companhia" (41) e "Ações de Controle"(42) com a cláusula 8.1. ("Contratação de Alienação de Controle da Companhia" (43)), todos do Regulamento do Novo Mercado. 26. O art. 9º repete o item 8.1.2 do Regulamento do Novo Mercado que dispõe que "a oferta pública referida no item 8.1 será exigida, ainda: (i) quando houver cessão onerosa de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações, que venha a resultar na Alienação do Controle da Companhia; ou". Seria de se esperar que o art. 10 seguisse a ordem e reproduzisse o inciso (ii) do Regulamento do Novo Mercado: "(ii) em caso de alienação de controle de sociedade que detenha o Poder de Controle da Companhia, sendo que, neste caso o Acionista Controlador Alienante ficará obrigado a declarar à BOVESPA o valor atribuído à Companhia nessa alienação e anexar

documentação que comprove esse valor". O art. 10, no entanto, impõe a oferta pública caso uma pessoa "adquirir o poder de controle da Companhia por meio de aquisição de ações de emissão do acionista controlador final da Companhia. Neste caso, a sociedade objeto da aquisição do poder de controle ficará obrigada a declarar à Bolsa de Valores de São Paulo ("Bovespa") a mudança em seu controle acionário e a sociedade adquirente deste ficará obrigada a declarar à Bovespa o valor atribuído à Companhia nessa alienação."

27. À vista dessa redação, dizer que se trata de alienação de controle, quando ali se lê aquisição  $\frac{3}{4}$  quanto mais quando se leva em conta que aquisição é termo de sentido técnico e efeitos práticos relevantes  $\frac{3}{4}$  parece-me forçado. Um descuido na redação seria crível se o artigo tivesse sido desenhado para o estatuto social da Arcelor Brasil, e não quase transposto de um regulamento padronizado, por uma companhia que compara seu estatuto ao do Novo Mercado e em um ponto grande importância prática. Para quase todas as companhias abertas brasileiras essa troca de palavras seria trivial (seria necessário que estivesse sob controle difuso, ou fosse controlada por companhia sob controle difuso para haver consequências) mas não para a Arcelor Brasil quando realizou a assembleia geral que aprovou tal modificação, em 21.12.2005.

28. A única interpretação que me parece fazer sentido é a de que o art. 10 previu para a Arcelor Brasil uma OPA  $\frac{3}{4}$  inexistente na atual legislação  $\frac{3}{4}$  para o caso de uma aquisição originária de controle de sua controladora final, conferindo aos acionistas minoritários da companhia brasileira o direito de "retirar-se" pelo mesmo preço oferecido aos acionistas de Arcelor. O fato de se falar em "aquisição de ações de emissão do acionista controlador final da Companhia" indicaria que se pensou mesmo na venda em oferta pública, o que faria sentido na estrutura de capital da Arcelor.

29. Nos países membros da Comunidade Económica Europeia vigora como regra geral, por força da 13ª Diretiva Europeia (Thirteenth Directive on Takeovers and Mergers), a oferta de aquisição obrigatória (mandatory bid rule) para compra de percentuais superiores aos determinados pelas legislações nacionais. Essa regra vem apoiada em três justificativas: direito ao tratamento igualitário; direito à divisão do prêmio de controle e direito dos demais acionistas da companhia de poderem, se desejarem, sair de uma companhia onde ocorra uma mudança de controle(44). Nesse sentido, o primeiro princípio geral constante do art. 3º, 1, da 13ª Diretiva Europeia "Para efeitos de aplicação da presente directiva, os Estados-Membros asseguram que sejam respeitados os seguintes princípios: a) Todos os titulares de valores mobiliários de uma sociedade visada de uma mesma categoria devem beneficiar de um tratamento equivalente; além disso, nos casos em que uma

pessoa adquira o controle de uma sociedade, os restantes titulares de valores mobiliários terão de ser protegidos".<sup>227</sup>

Em suma, restou deliberado que a CVM tem competência para se manifestar em problemáticas relativas a estatutos sociais referentes matrizes fora do Brasil, mas que podem repercutir efeitos no ordenamento brasileiro, especialmente quando as disposições estatutárias se encontram em harmonia com a legislação nacional aplicável. As medidas defensivas, neste espeque, podem consistir em objeto da regulação da CVM, caso venham a produzir efeitos tal como a obrigatória oferta pública de aquisição.

A esse respeito, ainda, pode-se concluir que a CVM é o órgão que exerce, com protagonismo, a função regulatória das medidas defensivas contra aquisições hostis de sociedades anônimas, não se observando espaço para regulação contundente por partes das instituições privadas vinculadas ao mercado de capitais.

Com os casos ora reproduzidos, entende-se por suficiente a exploração dos julgados da CVM motivo pelo qual prossegue-se à análise finalística do presente estudo, qual seja a regulação das medidas defensivas às aquisições hostis de companhias abertas.

---

<sup>227</sup> Processo Administrativo CVM RJ 2006/6209. Disponível em <<http://d1ao0r2iuz522v.cloudfront.net/18baaf36b1961c5711035df51864af1b.pdf>>. Acesso em 27/07/2017.

### **3. A REGULAÇÃO DAS MEDIDAS DEFENSIVAS CONTRA AQUISIÇÕES HOSTIS DE SOCIEDADES ANÔNIMAS**

Nesta fase do presente estudo, alcança-se a discussão que consiste no objeto da problemática: a regulação brasileira das medidas defensivas contra aquisições hostis de sociedades anônimas é satisfatória? Seria necessário, considerado o cenário regulatório atual, promulgar mais normas atinentes às medidas defensivas?

No capítulo 1, os institutos jurídicos basilares que permeiam a presente discussão foram analisados, tendo sido estabelecidos os pressupostos teóricos que permeiam a problemática proposta. No segundo capítulo, a análise dos casos concretos estabeleceu o quadro regulatório das medidas defensivas atualmente, bem como o posicionamento da CVM sobre as controvérsias a esse tema.

Assim, no terceiro capítulo, promover-se-á uma análise do quadro regulatório dos Estados Unidos e da Europa, a fim de se obter um parâmetro a partir dos dois ordenamentos mais avançados nesta temática. Em momento seguinte, analisar-se-á o estado da regulação, considerando-se para tanto a análise comparada dos quadros regulatórios das medidas defensivas e as carências do ordenamento pátrio no tocante ao tema em tela.

Após tais procedimentos, a conclusão almejada será desenvolvida.

#### **3.1. Do Direito Comparado: Uma análise comparativa da regulação brasileira com a regulação internacional**

Até o presente momento, registrou-se que os mercados de capitais mais desenvolvidos do mundo são os dos Estados Unidos e da União Europeia. Diversos métodos defensivos, bem como precedentes essenciais para a compreensão das medidas defensivas às aquisições hostis como institutos foram hauridos nesses mercados.

Em virtude dessa relevância, considera-se essencial analisar, de forma sumária, o quadro regulatório das entidades internacionais mencionadas, bem como de países cuja tradição jurídica seja análoga à brasileira.

### 3.1.1. A regulação das medidas defensivas nos Estados Unidos

Os Estados Unidos são o principal parâmetro quando se tem por objetivo a análise da regulação das medidas defensivas. Como pode ser observado, muitas das medidas defensivas analisadas neste estudo possuem denominações americanas, já que as mesmas foram concebidas ou amplamente aplicadas no ordenamento americano.

O aprofundamento da regulação americana das medidas defensivas se deu, principalmente, a partir de 1980, década na qual foi concebida a *poison pill* como alternativa de defesa às tentativas de aquisição hostil. Tal fortalecimento se deu em virtude do surgimento de aquisições hostis a partir da década de 1960, nomeadamente por intermédio das *two-tier takeovers*<sup>228</sup>.

Em virtude da insurgência de diversas operações de aquisição hostis sendo promovidas nos Estados Unidos, o *William Act*, legislação que alterou o *Securities Exchange Act* de 1934, cujo escopo era repelir os abusos manifestados nas manobras de aquisição hostis, foi promulgado no ano de 1964, estabelecendo parâmetros legalidade e conduta para toda e qualquer oferta pública de aquisição que fosse promovida nos Estados Unidos.

Paralelamente à promulgação do *William Act*, os agentes de mercado e os escritórios de advocacia atuantes no mercado de capitais conceberam diversas medidas defensivas que produziam os efeitos necessários à repressão das ofertas públicas de aquisição.

No entanto, uma das maiores conquistas regulatórias dos EUA no interregno temporal em questão foi o estabelecimento, nomeadamente por intermédio da Suprema Corte de Delaware, de uma padronização dos modelos de conduta dos administradores de sociedades anônimas (*models of conduct*) e os padrões de revisão (*standards of review*), relevantes para fins de delineamento da conduta dos órgãos administrativos em meio a tentativas de aquisições hostis de poder de controle.

---

<sup>228</sup> Método de aquisição hostil já explorado neste estudo, no qual o ofertante promove um procedimento de aquisição dividido em duas fases, sendo a primeira a realização de oferta pública de aquisição, e a segunda uma nova oferta pública de aquisição ou uma operação de incorporação da companhia-alvo à ofertante.

Assim, os modelos de conduta são arquétipos gerais que delimitam a linha de atuação dos administradores num contexto em que a sua companhia se mostra como alvo de uma tentativa de aquisição hostil.<sup>229</sup> Em meio ao estatuto da companhia, os modelos de conduta adotados pela administração são determinados, constituindo cláusulas que devem passar a consistir no parâmetro de ação dos administradores.

Nesta senda, podem-se incluir entre os modelos de conduta, em suma, duas espécies de atuação da administração, quais sejam a *posição de neutralidade do conselho de administração (Board Neutrality)*, e a postura de *proteção aos portões da companhia (Gatekeeping function)*.

A posição de neutralidade atribui o ônus de responder à oferta pública de aquisição aos acionistas, tendo em vista a orientação de que os administradores não poderão se manifestar em qualquer sentido no tocante às eventuais tentativas de aquisição hostil. Desta feita, a decisão relativa ao aceite ou à repressão da oferta pública passa atribuída exclusivamente aos acionistas.

Trata-se de modelo de administração que prioriza a deliberação dos sócios no tocante à melhor opção para a companhia-alvo, visão que o presente estudo avalia como compatível com a natureza da sociedade anônima. Isso porque já se destacou que, sob a perspectiva patrimonial da companhia, os sócios são os detentores do capital social e, em virtude disso, deveriam os principais interessados nas repercussões da atividade empresarial da sociedade.

De fato, a exclusão da administração da companhia apenas no que se refere a ofertas públicas de aquisição hostis pode afastar o intento dos administradores de se locupletarem sobre a companhia-alvo, por vezes deliberando algo em total contrariedade com as suas funções reguladas pela Lei nº 6.404/76, ou deixando de adotar a melhor postura para a sociedade.

No entanto, é necessário consentir com o fato de que, numa companhia de capital disperso, nem sempre os sócios terão informações

---

<sup>229</sup> NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Medidas defensivas à Tomada de Controle de Companhias* – São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 201.



suficientes sobre a gestão, a realidade da companhia e a melhor operação para a companhia a partir de um cenário de oferta pública de aquisição hostil. Além disso, o sócio a decidir o posicionamento da sociedade perante a OPA terá maior dificuldade de unificar os demais acionistas caso exista um efetivo espaço para negociação que inclua a transferência de ações ou valores mobiliários emitidos pela companhia em questão.

Como a dispersão acionária é pressuposto da alienação hostil do poder de controle das companhias, tem-se que, em regra, os administradores é que terão maior ingerência na gestão da sociedade, bem como na centralização dos interesses dos demais acionistas, motivo pelo qual acredita-se que a presente cláusula de neutralidade não tende a representar a melhor escolha à companhia.

Decerto, a inserção dessa cláusula deverá ser avaliada casuisticamente, a fim de se apontar a melhor opção a partir de um contexto específico.

A opção pela neutralidade é de maior aplicação na União Europeia, sendo que os EUA adotam modelo oposto a esse, qual seja determinação de total proteção à companhia, modelo de conduta denominada de “*gatekeeping function*”. Numa tradução livre, *gatekeeping* remete à proteção do portão de entrada da companhia, modelo que indicaria o comprometimento total da administração com a proteção da sociedade numa hipótese de oferta pública de aquisição.

Noutro giro, para que seja possível avaliar a postura da administração da companhia-alvo em fase à repressão de ofertas públicas de aquisição, foram criados “*standards of reviews*”, ou padrões de revisões, que podem ser divididos em: (i) justiça integral (*entire fairness*), padrão segundo o qual os administradores poderão ter suas condutas avaliadas de forma irrestrita, ou seja, as fundamentações da decisão administrativa não seriam consideradas caso um prejuízo fosse perpetrado; (ii) regra do julgamento do negócio (*business judgement rule*), método no qual o poder judiciário não poderia intervir no mérito da decisão negocial do administrador, e (iii) violação dos

deveres fiduciários (*fiduciary duties violation*), critério segundo o qual serão avaliados os deveres de fidúcia da administração para com a sociedade.<sup>230</sup>

Os três critérios de revisão das condutas dos administradores podem transitar entre si, sendo que, caso o padrão do *business judgment rule* não seja aplicado ao caso concreto, pode-se alterar o modelo de revisão para o de *entire fairness*, segundo o qual a boa-fé do administrador independe no resultado do julgamento do órgão jurisdicional: o critério a ser utilizado será o de razoabilidade/razionalidade na tomada da escolha, a despeito da decisão atacada possuir cunho negocial.

Tais padrões de revisão não são aplicáveis no Brasil, circunstância que evidencia a disparidade do seu estado regulatório com o dos Estados Unidos.

Por fim, destaca-se que, nos EUA, a regulação de um estado para outro varia, não sendo possível traçar uma uniformidade regulatória a certos níveis mais específicos. No entanto, a unificação do entendimento de legalidade das medidas defensivas por julgado da Suprema Corte dos EUA pacificou a sua aplicabilidade, estabelecendo uma base sólida para o exercício da criatividade empresarial quando se trata de repressão a aquisições hostis.

### **3.1.2. Da regulação das medidas defensivas na União Europeia**

A União Europeia, por consistir em uma entidade internacional supraestatal, emprega uma política regulatória de unificação legal dos países que se vincularam a esse sistema de integração regional e, desde o seu nascimento, com a assinatura do Tratado de Lisboa, três pilares principais foram constituídos como objetivos, a seguir reproduzidos:

- “Primeiro pilar: integração econômica, política, ambiental, cultural, sanitária, monetária e fiscal;
- Segundo pilar: política externa e segurança comum, com a coordenação das posições dos diversos Estados-membros nos foros internacionais, inclusive com a possibilidade de realizar missões de manutenção da paz e restauração da paz,

---

<sup>230</sup> NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Medidas defensivas à Tomada de Controle de Companhias* – São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 202.

com ou sem ajuda de outras Organizações Internacionais (ONU e OTAN);

- Terceiro pilar: cooperação judiciária e policial”.<sup>231</sup>

O esforço de unificação regulatória também se estendeu à legislação referente às medidas defensivas às aquisições hostis de companhias abertas, estabelecendo-se um foco nas ofertas públicas de aquisição e nas medidas defensivas.

Tal medida advém do esforço de manutenção, por parte da União Europeia, das quatro liberdades que vigoram no território da União Europeia, quais sejam a liberdade de circulação de mercadorias, de circulação de pessoas, de serviços e, especialmente, a liberdade de circulação de capitais<sup>232</sup>. Como a compra e venda de ações promove a ampla circulação de capital em meio ao mercado de valores mobiliários, nada mais natural que a UE tenha se dedicado à unificação legislativa dessa temática.

Desta feita, o esforço de unificação legislativa da EU, no tocante às ofertas públicas de aquisição, foi demarcado, destarte, no ano de 1989, com as tratativas da 13ª Diretriz do Direito das Sociedades, que deu origem, sucessivamente, ao diploma normativo que rege as ofertas públicas de aquisição e, conseqüentemente, as medidas defensivas às aquisições hostis, qual seja a Diretiva nº 2004/25/CE, que estabelece para todos os países-membros da Comunidade condutas de transparência e isonomia no mercado de capitais.

Assim, a Diretiva Nº 2004 estabelece princípios gerais aplicáveis ao mercado de capitais europeu, a seguir reproduzidos:

“1. Para efeitos de aplicação da presente directiva, os Estados Membros asseguram que sejam respeitados os seguintes princípios:

a) Todos os titulares de valores mobiliários de uma sociedade visada de uma mesma categoria devem beneficiar de um tratamento equivalente; além disso, nos casos em que uma pessoa adquira o controlo de uma sociedade, os restantes titulares de valores mobiliários terão de ser protegidos;

<sup>231</sup> VARELLA, Marcelo D. Direito internacional público / Marcelo D. Varella. – 5. Ed. – São Paulo: Saraiva, 2014, p. 396.

<sup>232</sup> Endereço eletrônico da União Europeia. Disponível em <<http://euroogle.com/dicionario.asp?definition=615>>. Acesso 05/07/2017.

b) Os titulares de valores mobiliários da sociedade visada devem dispor de tempo e informações suficientes para poderem tomar uma decisão sobre a oferta com pleno conhecimento de causa; sempre que aconselha os titulares de valores mobiliários, o órgão de administração da sociedade visada deve apresentar o seu parecer no que diz respeito às repercussões da concretização da oferta sobre o emprego, as condições de emprego e os locais em que a sociedade exerce a sua actividade;

c) O órgão de administração da sociedade visada deve agir tendo em conta os interesses da sociedade no seu conjunto e não pode impedir os titulares de valores mobiliários de decidirem sobre o mérito da oferta;

d) Não devem ser criados mercados artificiais para os valores mobiliários da sociedade visada, da sociedade oferente ou de qualquer outra sociedade interessada na oferta de que resulte uma subida ou descida artificial dos preços dos valores mobiliários e que falseiem o funcionamento normal dos mercados;

e) Um oferente só deve anunciar uma oferta depois de se assegurar de que está em plenas condições de satisfazer integralmente qualquer contrapartida em numerário, caso a oferta tenha sido feita nesses termos, e depois de tomar todas as medidas razoáveis para garantir a entrega de qualquer outro tipo de contrapartida;

f) A sociedade visada não deve, em virtude de uma oferta respeitante aos seus valores mobiliários, ser perturbada no exercício da sua actividade para além de um período razoável.

2. Para efeitos da observância dos princípios previstos no nº 1, os Estados-Membros:

a) Asseguram que sejam satisfeitos os requisitos mínimos previstos na presente directiva;

b) Podem estabelecer condições adicionais e disposições mais restritivas do que as exigidas pela presente directiva para regulamentar as ofertas”.<sup>233</sup>

Como pode se observar, a diretiva normativa da União Europeia emite princípios gerais de conduta e de procedibilidade de ofertas públicas de aquisição, sedimentando o objetivo de unificar o mercado de capitais da União Europeia.

As ofertas públicas de aquisição também são reguladas na Directiva, prevendo-se no seu artigo 5º, que:

“Artigo 5º Protecção dos accionistas minoritários; oferta obrigatória; preço equitativo

<sup>233</sup> Directiva nº 2004/25 CE. Disponível em <<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32004L0025&from=PT>>. Acesso em 17/05/2017.

1. Sempre que uma pessoa singular ou colectiva, na sequência de uma aquisição efectuada por si ou por pessoas que com ela actuam em concertação, venha a deter valores mobiliários de uma sociedade a que se refere o nº 1 do artigo 1º que, adicionados a uma eventual participação que já detenha e à participação detida pelas pessoas que com ela actuam em concertação, lhe confirmam directa ou indirectamente uma determinada percentagem dos direitos de voto nessa sociedade, permitindo-lhe dispor do controlo da mesma, os Estados-Membros asseguram que essa pessoa deva lançar uma oferta a fim de proteger os accionistas minoritários dessa sociedade. Esta oferta deve ser dirigida o mais rapidamente possível a todos os titulares de valores mobiliários, para a totalidade das suas participações, a um preço equitativo definido no nº 4.

2. O dever de lançar uma oferta previsto no nº 1 não é aplicável quando o controlo tiver sido adquirido na sequência de uma oferta voluntária realizada em conformidade com a presente directiva, dirigida a todos os titulares de valores mobiliários, para a totalidade das suas participações.

3. A percentagem de direitos de voto que confere o controlo de uma sociedade, para efeitos do nº 1, bem como a fórmula do respectivo cálculo, são determinados pela regulamentação do Estado-Membro em que se situa a sua sede social.

4. Por preço equitativo entende-se o preço mais elevado pago pelos mesmos valores mobiliários pelo oferente, ou pelas pessoas que com ele actuam em concertação, ao longo de um período a determinar pelos Estados-Membros, não inferior a seis e não superior a 12 meses, que preceda a oferta prevista no nº 1. Se, depois de a oferta ser tornada pública mas antes do termo do prazo de aceitação da mesma, o oferente ou qualquer pessoa que com ele actue em concertação adquirir valores mobiliários acima do preço da oferta, o oferente deve aumentar o valor da sua oferta até um preço não inferior ao preço mais alto pago pelos valores mobiliários assim adquiridos. Sem prejuízo dos princípios gerais enunciados no nº 1 do artigo 3º, os Estados-Membros podem autorizar as autoridades de supervisão a alterar o preço referido no primeiro parágrafo em circunstâncias e de acordo com critérios claramente determinados. Para o efeito, podem estabelecer uma lista de circunstâncias em que o preço mais elevado pode ser alterado, tanto no sentido da sua subida como descida, por exemplo, se o preço mais elevado tiver sido fixado mediante acordo entre o adquirente e o alienante, se os preços de mercado dos valores mobiliários em causa tiverem sido manipulados, se os preços do mercado em geral ou em especial tiverem sido afectados por acontecimentos excepcionais, ou a fim de permitir a recuperação de uma empresa em situação difícil. Podem igualmente definir os critérios a utilizar em tais casos como, por exemplo, o valor médio de mercado ao longo de um determinado período, o valor de liquidação da sociedade ou outros critérios objectivos de avaliação geralmente utilizados na análise financeira.

Qualquer decisão das autoridades de supervisão no sentido de alterar o preço equitativo deve ser sempre fundamentada e tornada pública.

5. O oferente pode propor como contrapartida valores mobiliários, numerário ou ambos. Contudo, sempre que a contrapartida proposta pelo oferente não consistir em valores mobiliários líquidos admitidos à negociação num mercado regulamentado, essa contrapartida deve incluir uma alternativa em numerário. Em todo o caso, o oferente deve propor, pelo menos como alternativa, uma contrapartida em numerário quando ele próprio ou quaisquer pessoas que com ele actuem em concertação tiverem adquirido em numerário valores mobiliários que representem 5% ou mais dos direitos de voto da sociedade visada, num período que se inicie em simultâneo com o período fixado pelo Estado-Membro nos termos do nº 4 e que termine no momento do termo do prazo de aceitação da oferta. Os Estados-Membros podem estabelecer que, pelo menos como alternativa, deva ser proposta uma contrapartida em numerário em todos os casos.

6. Para além da protecção prevista no nº 1, os Estados Membros podem estabelecer outros instrumentos destinados a proteger os interesses dos titulares de valores mobiliários, na medida em que estes instrumentos não entrem em conflito com a normal da oferta”.

Logo, a oferta pública de aquisição na União Europeia é regulada em dispositivo que estrutura o referido instituto em todos os seus Estados membros, mesmo que a regulação específica de percentagem de concentração acionária necessária para a apresentação de oferta pública de aquisição compulsória varie em cada país.

A unificação regulatória da compra e venda de valores mobiliários tem se mostrado como uma preocupação dos órgãos diretivos da EU, visto que o mercado de capitais representa fonte de financiamento das empresas alternativa aos bancos nacionais.

Segundo consta no Livro Verde da União Europeia, material cujo objeto é o embasamento teórico para a Construção de uma União dos Mercados de Capitais, o caminho para o crescimento e para a geração de empregos é o fortalecimento do mercado de capitais, com a promoção de investimentos nas empresas e na infraestrutura europeia.<sup>234</sup>

---

<sup>234</sup> LIVRO VERDE – Construção de uma União dos Mercados de Capitais. Endereço eletrônico da União Europeia. Disponível em <<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0063&from=PT>>. Acesso 01/07/2017.

Dentre os objetivos buscados pela União Europeia no fortalecimento de um mercado de capitais uno, pode-se citar os seguintes:

- “ - melhorar o acesso ao financiamento para todas as empresas na Europa (em especial as PME) e aos projetos de investimento, tais como as infraestruturas;
- aumentar e diversificar as fontes de financiamento oferecidas pelos investidores na UE e em todo o mundo; e
- tornar os mercados mais eficazes e eficientes, estabelecendo a ponte entre os investidores e os que procuram financiamento a menores custos, nos Estados Membros como além-fronteiras”.<sup>235</sup>

Do exposto, observa-se que a União Europeia, hoje apartada da Inglaterra, ainda busca unificar o seu mercado de capitais, que, estruturalmente, se encontra aquém em relação ao dos Estados Unidos. Embora nas últimas décadas, o mercado de capitais da EU tenha apresentado um forte desenvolvimento, passando de uma capitalização bolsista de 1,300 mil milhões de EUR em 1992 (22% do PIB) para 8,4 milhões de EUR em 1992 (aproximadamente 65% do PIB) em meados de 2013, a dimensão econômica desse mercado é mais frágil que a estrutura americana.<sup>236</sup>

Comparativamente, a porcentagem de capitalização bolsista e de títulos de dívida, em termos de % do PIB, atinge o patamar de 200%, enquanto que os Estados Unidos atingem o patamar de 350%, diferencial que explicita a disparidade de dimensão entre esses mercados.<sup>237</sup>

A despeito disso, sabe-se que as dimensões do mercado de capitais da UE ainda são destacadamente mais desenvolvidas que as do mercado brasileiro, motivo pelo qual a regulação das medidas defensivas encontra-se mais otimizada nessa entidade supraestatal. A esse respeito, confira-se o acervo de julgados europeus:

---

<sup>235</sup> LIVRO VERDE – Construção de uma União dos Mercados de Capitais. Disponível em <<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0063&from=PT>>. Acesso 01/07/2017.

<sup>236</sup> LIVRO VERDE – Construção de uma União dos Mercados de Capitais. Disponível em <<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0063&from=PT>>. Acesso 01/07/2017.

<sup>237</sup> LIVRO VERDE – Construção de uma União dos Mercados de Capitais. Disponível em <<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0063&from=PT>>. Acesso 01/07/2017.

“Como exemplo, algumas importantes operações de *takeover* realizadas na Europa podem ser citadas. Dentre estas, algumas foram realizadas entre companhias localizadas em diferentes países europeus: (i) a oferta pública da Krupp pela Thyssen; (ii) a oferta pública realizada pela Louis Vuitton Moët Hennessey’s para aquisição do controle da Gucci, com a Pinault-Printemps-Redoute atuando como cavaleiro branco (*White knight*); (iii) as ofertas públicas realizadas pelo Banque National de Paris (BNP) para tomada de controle da Paribas e da Société Generale; (iv) a oferta pública realizada pela Olivetti sobre a Telecom Itália; (v) a oferta pública da Mannesman sobre a Orange; (vi) a oferta pública do Royal Bank of Scotland sobre a Natwest; (vii) a oferta pública da Vodafone Airtouch sobre a Mannesmann; (viii) a oferta pública da Mittal Steel Company sobre a Arcelor S.A., companhia com sede na Holanda, que, no Brasil, era controladora da Arcelor Brasil S.A. e da Acesita S.A.; e (ix) a oferta pública do Royal Bank of Scotland sobre a ABN Amro Holding N.V., companhia com sede na Holanda, que detinha o controle indireto de duas companhias brasileiras: ABN Amro Arrendamento Mercantil S.A. e Real Leasing S.A. Arrendamento Mercantil”.<sup>238</sup>

Ao se compulsar os casos acima reproduzidos, constata-se que a regulação das medidas defensivas encontra-se satisfatoriamente desenvolvida na União Europeia, com a existência de alternativas a institutos defensivos diversos. Obviamente, as tentativas de aquisição hostil acontecerão com maior frequência a partir do fortalecimento do mercado de capitais, hipótese que disponibilizaria aos investidores e empresários a possibilidade de adquirir o controle de empresas cujo valor econômico se mostrasse atraente, ou que iniciassem, a partir da oferta pública de aquisição, uma negociação que tivesse por objeto a compra e venda de valores mobiliários.

Por fim, cumpre destacar que, no tocante aos modelos de administração societários, a União Europeia adota o de neutralidade dos administradores, motivo pelo qual os membros da companhia que se encontra em meio a uma tentativa de alienação hostil não intervêm no processo decisório dos acionistas, que devem elaborar a estratégia de reação ou de negociação perante as aquisições hostis tentadas.

---

<sup>238</sup> NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Medidas defensivas à Tomada de Controle de Companhias* – São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 243.



### 3.1.3. Da regulação das medidas defensivas na Inglaterra

A Inglaterra é tida como o berço das ofertas públicas de aquisição de natureza hostil e, alegadamente, apresentam um sistema de proteção às companhias mais protetivo que o sistema dos EUA.<sup>239</sup>

O ordenamento jurídico inglês é caracterizado principalmente pela autorregulação voluntária do empresariado nativo, que contribui para a composição do *City Code*. Tal diploma, por sua vez, exerce efeitos na via corporativa, em regras de cumprimento vinculadas ao *Takeover Panel*.

Além disso, o principal diferencial entre a regulamentação americana e inglesa é o fato de que os administradores ingleses não possuem ingerência nas decisões relativas às ofertas públicas de aquisição, seguindo o modelo de neutralidade do quadro administrativo.

Em realidade, os principais alicerces da regulação inglesa são as noções de tratamento igualitário dos sócios, e cláusulas de não-frustração, que atribuem aos sócios todo o poder-dever decisório relativo à operacionalização de métodos defensivos.<sup>240</sup>

Inclusive, esse diploma embasou a edição da Diretiva nº 2004/25/CE, a despeito do choque de tradições jurídicas da Inglaterra e dos demais Estados membros da União Europeia, que suscitaram as diferenças entre o *common-law* e a *civil law*.

No entanto, a despeito de consistir no berço das OPAs, as medidas defensivas não são amplamente aplicadas, mesmo que o que exista predominantemente na economia inglesa são companhias de capital disperso, tendo em vista a dificuldade de operacionalização dessas medidas no mercado.<sup>241</sup>

---

<sup>239</sup> ARMOUR, John; SKEEL, David A. Who writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why? The Peculiar Divergence of Us and UK Takeover Regulation (2007). Georgetown LAW Journal. V. 95, p. 1727, 2007; 2007 ECGI – Law, Working Paper, nº 73, 2006. Disponível em SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=928928>>. Acesso 18/07/2017.

<sup>240</sup> DAVIES, Paul L. Shareholder Value: Company Law and Securities Market Law – A British View. Out. 2000. Disponível em SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=250324>>. Acesso 30/06/2017.

<sup>241</sup> FERREL, Allen. Why Continental European Takeover Law Matters. *Harvard John M. Olin Center for Law, Economics and Business Discussion Paper*, nº 454, p. 11, 2003. Disponível em <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=500125](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=500125)>. Acesso em 21/07/2017.

### **3.2. A regulação das medidas defensivas no ordenamento jurídico brasileiro**

Com a análise dos ordenamentos mais desenvolvidos no que se refere às medidas defensivas, bem como dos casos concretos ocorrentes em território e jurisdição brasileira, tem-se elementos suficientes para averiguar o estado regulatório destarte almejado.

Primeiramente, há de se fazer a ressalva de que o mercado de capitais brasileiro não possui um desenvolvimento tão avançado como o europeu ou o americano e, em virtude disso, tanto a regulação das medidas defensivas como a existência de ofertas públicas de aquisição se mostram menos estruturadas e menos presente no ordenamento pátrio.

É bem verdade que as medidas defensivas serão aplicadas no ordenamento pátrio de acordo com a necessidade do próprio empresariado brasileiro, que, vendo-se em necessidade de proteger o seu empreendimento, poderá recorrer aos institutos defensivos já conhecidos na tradição empresarial internacional, bem como aos recursos já previstos na legislação brasileira.

Assim, assenta-se neste estudo que o desenvolvimento do mercado de capitais é um pressuposto essencial à especialização da regulação das medidas defensivas no ordenamento nacional, tendo em vista a natural insurgência de tentativas de aquisições hostis a partir da maior atratividade de empresas estabelecidas no Brasil.

Neste ponto, vale frisar que, como já explanado, as tentativas de aquisição hostil representam, muitas vezes, o passo inicial necessário para que uma negociação amigável seja alcançada, motivo pelo qual os recursos defensivos possivelmente empregados pelas empresas não podem consistir em operações que inviabilizam a compra e venda entre agentes de mercado.

O caso da Perdigão e da Sadia é um exemplo dessa afirmação: inicialmente, a Sadia iniciou a compra de ADRs da Perdigão para, em seguida, promover uma oferta pública de aquisição hostil, ato por meio do qual buscou adquirir controle societário da Perdigão.

Todavia, com a promoção da estratégia de concentração da participação acionária, a tentativa de aquisição fora duas vezes refutada. A

partir desse embate inicial é que uma negociação que contou com o consenso das duas administrações aconteceu, gerando uma fusão entre as duas companhias. Com tal operação, a gigantesca Brasil Foods foi concebida com a anuência do CADE, formando um polo de atração de capital à economia brasileira.

Logo, tem-se por certo que as medidas defensivas são incluídas nos estatutos sociais tanto para garantir a proteção de projetos e de uma política de governança corporativa já em andamento quanto para viabilizarem a celebração de negócios mais equânimes, sem que a administração da companhia-alvo seja ignorada no processo de compra e venda. De fato, a colaboração dos administradores da sociedade corroborará para a negociação, e para a operacionalização de uma estratégia defensiva apta afastar a ameaça da aquisição hostil.

A atração de investidores externos, desta feita, ainda que tendentes à promoverem atos de oferta pública de aquisição, representa a captação de maior capital circulante à economia brasileira, objetivo que deve ser justificadamente buscada pelos implementadores de políticas públicas brasileiras.

A inserção de maiores proteções aos acionistas das companhias de capital disperso, por sua vez, efetivamente consiste num fator que atrairia mais investidores estrangeiros, que, por já contarem com a economia brasileira como preocupação a dinâmica da economia brasileira, não precisariam se preocupar se estariam incorrendo em alguma ilegalidade ao inserirem cláusulas que garantem proteção às aquisições hostis.

Sob esse escopo, a maior regulação das medidas defensivas, considerado o objetivo de fortalecimento do mercado de capitais brasileiro, é medida que se impõe à legislação brasileira, tendo em vista que comprovadamente, o fortalecimento do mercado de capitais de um Estado contribui para o seu fortalecimento e desenvolvimento econômico como um todo.<sup>242</sup>

---

<sup>242</sup> DUBEUX, Júlio Ramalho. A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro. Porto Alegre : Sérgio Antonio Fabris, 2006. P.

Promovendo-se uma pesquisa do histórico de ofertas públicas de aquisições ocorrentes no Brasil, não se encontram muitos casos que podem ser analisados, muito menos de medidas defensivas analisadas pelos órgãos julgadores. É bem verdade que o estudo empírico de Érica Gorga demonstrou que um relevante número de sociedades anônimas de capital aberto tem inserido em seus estatutos cláusulas de natureza defensiva no tocante às tentativas de aquisição hostis, especialmente as cláusulas de proteção à dispersão acionária.<sup>243</sup>

Inegavelmente, o Brasil passou por um período de desenvolvimento do seu mercado de valores, com a formação do Novo Mercado, a classificação de empresas em diferentes níveis de governança corporativa e a consequente securitização do mercado de capitais a partir de procedimentos mais seguros, bem como de normas mais transparentes e de um maior acesso e proteção à informação como um todo.

No entanto, a despeito do seu desenvolvimento, várias conclusões podem ser tomadas em relação à problemática suscitada inicialmente: o Brasil precisa de uma regulação no tocante às medidas defensivas contra aquisições hostis?

---

19-21. Nesse trecho, DUBEUX afirma que: “ O mercado de capitais cumpre a importante função de fazer com que a poupança (nacional e estrangeira) financie a atividade produtiva, isto é, as empresas. Detalhe relevante é que, no mercado de capitais, a relação de investimento se dá diretamente entre a companhia emissora de ações e o investidor que as adquire, prescindindo-se da intermediação bancária. Assim, o mercado de capitais abre novas oportunidades de captação de recursos – as oportunidades não ficam restritas aos empréstimos bancários -, estimulando a competição entre os emprestadores e propiciando, por conseguinte, a redução do custo de capital. Além disso, o financiamento através da emissão de ações tem a vantagem de não gerar débito para a empresa, mas sim a participação de novos sócios no empreendimento. Em última análise, podemos dizer que, viabilizando o financiamento das empresas, o mercado de capitais pode ajudar a fortalecer a economia, possibilitando a geração de riquezas, a criação de postos de trabalho e o aumento da arrecadação de tributos pelo Estado. No Brasil, o cenário econômico atual acentua a importância do mercado de capitais. Diferentemente das décadas de 50,60, e 70, quando o Estado tinha evidente capacidade de investimento, vivemos uma época marcada pela crise fiscal dos governos e, conseqüentemente, pela restrição da sua capacidade de investimento. Logo, uma vez que as empresas não podem mais contar com o crédito fácil ou subsídios governamentais para financiar suas atividades, só lhes resta recorrer ao mercado bancário ou ao mercado de capitais”.

<sup>243</sup> GORGA, E. Changing the paradigm of stock ownership form concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries. *Northwestern Journal of International Law & Business*, v. 29, p. 439 – 554, 2009.

A problemática apresentada pode ser respondida sob alguns pontos de vista distintos.

Estruturalmente, os órgãos reguladores do mercado de capitais brasileiro, quais sejam, principalmente a CVM, as bolsas de valores, e o poder judiciário, que pode intervir em questões de legalidade procedimentais, não precisam de órgãos que venham a acrescentar esse rol. A CVM, na condição de autarquia, possui competência suficiente para regular as medidas defensivas, bem como para proferir decisões sancionadoras em relação às companhias de capital aberto e aos seus administradores.

As empresas que compõem o Novo Mercado, por disporem de cláusulas arbitrais, se remeterão à Câmara de Arbitragem do Mercado, estrutura inerente à BM&FBovespa competente para dirimir sobre os litígios inerentes à área.

A esse respeito, tem-se que o Brasil embasou a regulação do seu mercado de capitais a partir do modelo americano, mas apresenta um modelo misto ao se considerar o Reino Unido e os Estados Unidos, com estruturas de autorregulação e regulação estatal. Em virtude disso, o ideal é que o Brasil busque, às suas próprias custas, a implementação de um modelo eficaz à sua realidade, posto que extremamente distinta das outras entidades internacionais citadas.

A legislação aplicável também se mostra satisfatoriamente estruturada, considerando-se em especial a Lei nº 6.404/76, que regula as sociedades anônimas, a Lei nº 6.385/76, reguladora da CVM, a Instrução Normativa CVM nº 361/02 e a Lei 12.529/11, que regula a atuação do CADE, que poderá intervir em determinados casos de aquisições hostis em que a concentração empresarial se mostre atentatória à ordem econômica.

No entanto, a alteração, e por esse termo entenda-se aprofundamento, de certos dispositivos legais, consiste em medida essencial à otimização da regulação das medidas defensivas. Pôde-se constatar que diversos institutos defensivos concebidos nos Estados Unidos não encontram aplicação no ordenamento brasileiro, seja por falta de pronunciamento do órgão regulador, seja por falta de aprofundamento na estrutura.

Dessa forma, a possibilidade de inserção de algumas medidas defensivas poderia ser viabilizada por uma atualização da legislação aplicável.

A constituição da diretoria escalonada como método defensivo, por exemplo, depende da eleição em mandatos diferenciados dos membros do Conselho de Administração, medida que prolongaria o procedimento de aquisição hostil gerando custos insustentáveis ao ofertante. Tal medida no entanto, não encontra aplicação no Brasil, visto que os membros do Conselho de Administração podem ser destituídos a qualquer tempo.

Essa característica advém do modelo misto que o Brasil adota, ora atendendo ao modelo de conduta de não intervenção, ora atendendo ao modelo de intervenção total. Como já visto, o artigo 332-D da Instrução da CVM nº 361/02 prevê que os membros do Conselho de Administração da companhia-alvo podem deliberar sobre a oferta pública de aquisição, embora tal manifestação não tenha efeito vinculativo.

Para que tal instituto fosse alterado, seria necessário que o órgão regulador regulasse em favor da possível vinculação da escolha da companhia à manifestação dos membros do Conselho de Administração, posicionamento que se encontra longe de se vislumbrar atualmente.

Essa modalidade defensiva explicita que o Brasil apresenta esparsa regulação no tocante ao tema, já que o mesmo pode ser dito sobre o paraquedas de ouro, a defesa do cavaleiro branco, do escudeiro branco, da defesa Pac-man e das diversas espécies já mencionadas neste estudo.

Sob este escopo, o Brasil efetivamente demanda por uma regulação, já que o posicionamento atual do órgão regulador não se dá com a profundidade que o tema mereceria.

Sabe-se que a regulação das medidas defensivas, a essa profundidade, não deixa de consistir em política pública que acarreta repercussão no ordenamento pátrio como um todo, tendo em vista a intensa regulação do mercado de capitais. Em virtude disso, a regulação passa a

adquirir os contornos de uma política ampla, fundamentada e de médio prazo, posto que deve ser promovida com o máximo de esclarecimento possível.<sup>244</sup>

No entanto, considera-se que as medidas defensivas são disposições contratuais ou estatutárias de cunho eminentemente empresarial, posto que visam resguardar o poder de controle das companhias abertas, prerrogativa extremamente afeta ao direito privado.

Desta feita, o que se entende por cabível é a manifestação da CVM, a título de orientação, *a priori*, no tocante às diferentes espécies de medidas defensivas que podem ser implementadas no Brasil, tendo-se por certo que a autorregulação da Bolsa, apoiada pelo empresariado brasileiro, contribuirá para a exploração desse instituto no ordenamento brasileiro.

Essencial também destacar que a mera reprodução dos métodos defensivos concebidos no exterior não deve ser promovida no ordenamento pátrio, posto que tais institutos, também, foram elaborados a partir de uma realidade econômica e jurídica distinta da brasileira. Por isso, a réplica de institutos jurídicos alienígenas não deve ser implementada na regulação das medidas defensivas: o que deve ser otimizado é a participação dos órgãos regulatórios, tanto estatais quanto privados, na elaboração, desenvolvimento e adaptação das medidas defensivas já aplicadas nos ordenamentos jurídicos internacionais.

---

<sup>244</sup> MUNHOZ, Eduardo Secchi. Empresa Contemporânea e Direito Societário: poder de controle e grupo de sociedades. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2002, p. 169.

## CONCLUSÃO

A regulação brasileira das medidas defensivas contra aquisições hostis de sociedades anônimas efetivamente precisa de um aprofundamento.

O Brasil apresenta um modelo misto, que converge a regulação americana com a do Reino Unido e, em virtude disso, não resta possível delinear qual é o futuro regulatório dessa seara. No entanto, assume-se o posicionamento de que a legislação brasileira deve buscar se espelhar na legislação americana, posto que a estrutura do mercado de capitais brasileira se embasou no modelo implementado nos Estados Unidos.

Assim, a adaptação da legislação à possível decisão vinculativa dos administradores das companhias abertas, com a formação de mandatos distintos para cada membro do Conselho de Administração, por exemplo, não representaria um retrocesso na regulação brasileira, mas sim um progresso.

Além disso, o estabelecimento de uma posição dos órgãos reguladores no tocante a medidas que não encontram aplicação no ordenamento pátrio, tais como as medidas defensivas *Pac-Man*, *White Knight* e *White Shield*, representará um incontestável avanço ao estado regulatório brasileiro, que poderá oferecer maior segurança às companhias nacionais e aos investidores atraídos por um mercado de capitais mais seguro e garantidor de melhores condições de proteção negociação no mercado de capitais.

É importante ressaltar que as tentativas de aquisição hostil não encontram ampla aplicação no Brasil como encontram nos Estados Unidos. Isso, todavia, advém da estrutura atual do mercado de capitais brasileiro que, embora aquém em relação ao americano, europeu e inglês, demonstra franco crescimento, com otimização da circulação de capital e consequentemente de um fortalecimento da economia brasileiro.

Ao mesmo tempo, sabe-se que não se deve almejar pelo aumento de número de tentativas de aquisição hostis, já que as medidas defensivas visam afastar justamente essas alienações. No entanto, a insurgência de tais tentativas representa justamente o crescimento do mercado de capitais brasileiro. Assim, com a inserção de cláusulas protetivas às aquisições hostis,



encontra-se espaço para a negociação de valores mobiliários mais horizontal entre agentes de mercado, que por ocasiões podem gerar atos de concentração vantajosos para a economia brasileira.

O exemplo do Perdigão e da Sadia é apropriado, visto que representa um exemplo de sucesso de uma medida defensiva que gerou uma negociação benéfica ao Brasil.

Logo, justamente em virtude do crescimento do mercado brasileiro é que assume-se o posicionamento de que a manifestação dos órgãos reguladores no tocante às medidas defensivas deve ser preventiva, a fim de que a segurança dos investidores seja garantida ou ao menos referenciadas em momento prévio à efetiva necessidade dessa regulação específica.

A repressão das tentativas de aquisições hostis por intermédio dos métodos defensivos é essencial, também, à maior atratividade de investidores internacionais, posto que disponibiliza alternativas de reação às companhias que se encontrarem na posição de companhia-alvo, e viabiliza a partir da repressão exitosa a negociação entre as companhias em posição de horizontalidade.

Com o presente estudo, constatou-se que a autorregulação das instituições privadas vinculadas ao mercado de capitais é mínima quando essa em comparação com a CVM, órgão protagonista da regulação das aquisições hostis e, conseqüentemente, das medidas defensivas oponíveis a tais tentativas.

Esse modelo, embora não se enquadre especificamente no padrão americano nem no inglês ou europeu, é condizente com a realidade brasileira, que conta, ainda hoje, com forte intervenção estatal em determinados setores econômicos.

A priori, contanto que a regulação da CVM se mostre condizente com a liberdade que as companhias dispõem como pessoas jurídicas de direito privado, não existem problemas na almejada regulação das medidas defensivas a partir da mencionada autarquia, até mesmo porque muitos dos posicionamentos assumidos pela CVM são proferidos na forma de pareceres

ou orientações, que podem ter sua aplicação mitigada de acordo com o caso concreto.

À presente altura, a contribuição mais contundente que pode partir da autorregulação é a criação de precedentes pertinentes com o tema na Câmara de Arbitragem do Mercado (CAM), instituição de natureza eminentemente privada. Com a unificação de entendimentos relativos às medidas defensivas em esfera arbitral, será possível harmonizar tais transações com as regulações e orientações oriundas da CVM.

As alterações legislativas dos diplomas aplicáveis a essa matéria consistem em objetivos a maior longo prazo, que dependerão do desenvolvimento da sociedade civil brasileira. Inclusive, não necessariamente a Lei nº 6.404/76 caminhará, por exemplo, em direção à inafastabilidade dos membros do Conselho de Administração, embora entenda-se que essa prerrogativa garantiria maior segurança às companhias estabelecidas em território brasileiro.

Como dito, a alteração de diplomas legais aplicáveis consiste, no final das contas, numa política pública, que envolve uma delicada análise do estado regulatório brasileiro, da representatividade popular existente no Congresso Nacional e da necessidade do mercado de capitais.

Por fim, registra-se as dificuldades metodológicas envolvidas na elaboração do presente estudo: os julgados da CVM são extremamente escassos no tocante ao tema sugerido, motivo pelo qual não se alcançou, em realidade, um número de julgados satisfatório. Os tribunais nacionais não se manifestaram de forma contundente sobre o tema, o que inviabilizou a ilustração do posicionamento do Poder Judiciário brasileiro.

Em realidade, a consolidação de uma posição por parte do Poder Judiciário requer uma maior internalização desse instituto no ordenamento brasileiro, cenário que não se configurou ainda.

A despeito disso, tem-se a segurança que o maior número de julgados pertinentes ao tema foi explorado neste estudo, o que aumenta a força acadêmica deste trabalho.

Além disso, por se tratar de uma temática relevantemente internacionalizada, recorreu-se a diversas doutrinas estrangeiras, especialmente americana e, em virtude disso, diversos endereços eletrônicos foram utilizados como base teórica para este estudo.

Sabe-se que tal fonte de pesquisa não é a padrão. No entanto, por se tratar de matéria também recente à cultura jurídica brasileira, não resta possível recorrer a fontes muito distintas das ora colhidas.

Com isso, conclui-se o presente estudo, com a expectativa que se trata de produção acadêmica que contribuirá para o estado regulatório brasileiro atual, e para as companhias abertas operantes no território pátrio.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AC 0011301-84.1998.4.01.3900 / PA, Rel. DESEMBARGADOR FEDERAL JOSÉ AMILCAR MACHADO, SÉTIMA TURMA, e-DJF1 de 16/09/2016.

Acórdão do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/0591. Disponível em <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2016/20160927\\_P](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2016/20160927_P)>.

AGUILLAR, Fernando Herren. *Direito Econômico do direito internacional ao direito supranacional*. São Paulo: Atlas, 2006.

ANTUNES, José A. Engrácia. *Os grupos de sociedades – estrutura e organização jurídica da empresa plurissocietária*. Coimbra, Editora Almedina: 1993.

ARAUJO, Danilo Borges dos Santos Gomes de. *Regulação Brasileira do Mercado Capitais/ Organizador Danilo Borges dos Santos Gomes de Araujo*. – São Paulo: Saraiva, 2015. – (Coleção direito desenvolvimento justiça).

ARMOUR, John; SKEEL, David A. Who writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why? The Peculiar Divergence of Us and Uk Takeover Regulation (2007). *Georgetown LAW Journal*. V. 95, p. 1727, 2007; 2007 ECGI.

Banco Central do Brasil - BCB. Composição e segmentos do Sistema Financeiro Nacional. Disponível em <[www.bcb.gov.br/pre/composicao/composicao.asp](http://www.bcb.gov.br/pre/composicao/composicao.asp)>. Acesso em 09/04/2017.

BEBCHUK, Lucian; COATES IV, John; SUBRAMANIAN, Guhan. *The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence, and Policy*. Discussion Paper No. 353, 03/2002. Harvard Law School, Cambridge, MA 02138. Disponível em <[http://www.law.harvard.edu/programs/olin\\_center/papers/pdf/353.pdf](http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/353.pdf)>. Acesso em 14/07/2016.

BERTOLI, Marcelo M. RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. *Curso Avançado de direito comercial*. 10ª Ed. RT: 2016.

BM&FBOVESPA. Câmara de Arbitragem do Mercado. Disponível em <[http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/servicos/camara-de-arbitragem-do-mercado-cam/perguntas-frequentes/](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/servicos/camara-de-arbitragem-do-mercado-cam/perguntas-frequentes/)>. Acesso em 28/04/2017.

BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. 14. ed. São Paulo: Atlas, 2015.

BOVESPA. Catálogo de conceitos. Disponível em <<http://www.bovesba.com.br/gu.asp>>. Acesso em 05/05/2017.

BRASIL Lei nº 10.303 de 31 de outubro de 2001. Acrescenta e altera dispositivos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Disponível em <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/LEIS\\_2001/L10303.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10303.htm)>.

BRASIL. Constituição Federal de 1988. Promulgada em 05 de outubro de 1988. Disponível em <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/constituicao/constituicaocompilado.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicaocompilado.htm)>.

BRASIL. Lei 10.406 de 10 de janeiro de 2002. Código Civil. Disponível em <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/2002/L10406.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10406.htm)>.

BRASIL. Lei nº 10.411 de 26 de fevereiro de 2002. Altera e acresce dispositivos à Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/2002/L10411.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10411.htm)>.

BRASIL. Lei nº 6.385 de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm)>.

BRASIL. Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Lei de sociedades anônimas. Disponível em <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6404compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm)>.

BRASIL. Lei nº 8.666/93 de 21 de junho de 1993. Regulamenta o art. 37, inciso XXI, da Constituição Federal, institui normas para licitações e contratos da Administração Pública e dá outras providências. Disponível em <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L8666cons.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L8666cons.htm)>.

CAMPINHO, Sérgio. Curso de Direito Comercial: Sociedade Anônima. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2017.

CARVALHOSA, Modesto. *Acordo de acionistas: homenagem a Celso Barbi Filho*/ Modesto Carvalhosa. – São Paulo: Saraiva, 2011.

CHEDIAK, Julian Fonseca Peña. *A reforma do mercado de valores mobiliários*, In: LOBO, Jorge. Reforma da Lei das Sociedades anônimas. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

CLARK, Robert. *Corporate Law*. Boston/Toronto: Little, Brown and Company, 1986.

COMPARATO, Fábio Konder. FILHO, Calixto Salomão. *O poder de controle na sociedade anônima*. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2008.

CORDEIRO, António Manuel de Rocha e Menezes. Da Tomada de Sociedades (*Takeover*): Efectivação, Valoração e Técnicas de Defesa. ROA. Lisboa, nº 54.

CVM. Livro TOP CVM. Disponível em <<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicação/Livro/LivroTOP-CVM.pdf>>. Acesso em 15/05/2017.

CVM. Notícia relacionada ao caso Sadia/Perdigão. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20170515-1.html>>. Acesso em 10/07/2017.

CVM. Notícias relativas aos Termos de Compromisso firmados. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2016/20160714-1.html#hrt3>>. Acesso em 10/07/2017.

DAVIES, Paul; HOPT, Klaus J. Control Transactions. In: KRAAKMAN, Reinier *et al. The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*. Oxford: Oxford University Press, 2004.

Deal Lawyers. Endereço eletrônico do Deal Lawyers. Disponível em <<https://www.deallawyers.com/blog/2009/03/analysis-flip-in-vs-flip-over-pills.html>>. Acesso em 29/06/2017.

Decreto-Lei nº 8.945, de 28 de dezembro de 1945. Disponível em <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/decreto-lei/1937-1946/Del8495.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/1937-1946/Del8495.htm)>.

Dicionário Jurídico Americano. Disponível em <a href="http://thelawdictionary.org/poison-pill/" title="POISON PILL">POISON PILL</a>. Acesso em 21/05/2017.

Directiva nº 2004/25 CE. Disponível em <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32004L0025&from=PT>. Acesso em 17/05/2017.

DUBEUX, Júlio Ramalho. A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro. Porto Alegre: Sérgio Antonio Fabris, 2006.

Eurogoogle. Dicionário da União Europeia. Endereço eletrônico do Eurogoogle. Disponível em <http://euroogle.com/dicionario.asp?definition=615>. Acesso em 18/07/2017.

FAZZIO JÚNIOR, Waldo. Manual de direito comercial/ Waldo Fazzio Júnior. – 13 ed. – São Paulo: Atlas, 2012.

FERRAZ, Daniel Amim, Grupo de sociedades: instrumento jurídico de organização da empresa plurissocietária. Revista de Direito Internacional, Brasília, v. 12, n. 2, 2014 p. 494-510.

FERRAZ, Daniel Amin; PINTO, Leonardo Arêba. Da aplicabilidade do bulk factoring aos grupos de sociedades. Revista de Direito Internacional, Brasília, v. 13, n. 2, 2016 p. 566-578.

FERRAZ, Daniel Amin; SÁ, Marcus Vinicius Silveira de. Da teoria objetiva da desconconsideração da personalidade jurídica e os grupos de sociedades sob a ótica das relações de consumo. Rev. Bras. Polít. Públicas (Online), Brasília, v. 6, nº 3, 2016 p. 120-139.

FORTUNA, Eduardo. *Mercado financeiro: produtos e serviços*. 20ª ed. ver. e atual. – Rio de Janeiro: Qualitymark Editora, 2015.

GODOY, Arnaldo Sampaio de Moraes; FERRAZ, Daniel Amin. A cláusula de interdição de concorrência no direito brasileiro e sua fundamentação histórica: o caso da Companhia dos Tecidos de Juta (1914). Notas sobre seus reflexos normativos, doutrinários e jurisprudenciais. Rev. Bras. Polít. Públicas (Online), Brasília, v. 6, nº 3, 2016 p. 156-176.

GOLDMAN, Eitan; SEVILIR, Merih. Large Shareholders and the Value of Takeover Defenses. 28.08.2008. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1260374>>. Acesso em 25/06/2017.

GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. *Manual das companhias ou sociedades anônimas/ Alfredo de Assis Gonçalves Neto*. – 2. Ed. Reformulada da obra Lições de Direito Societário II – Sociedade Anônima – São Paulo: Editora Revista dos Tribunais.

GORGA, E. Changing the paradigm of stock ownership form concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries. *Northwestern Journal of Internacional Law & Business*. <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1121037>>.

GPC. Endereço eletrônico do Grupo Peixoto Castro. Disponível em <<http://www.gpc.com.br/ri/show.aspx?idCanal=jS5UDOSFcc6zZnFXj4KF3A>>.

GRUNDFEST, Joseph A. (May 27, 1987). Two-Tier Tender Offers: A Mythectomy (PDF) (Speech). National Association of Manufacturers' Congress of American Industry, Government Regulation and Competition. Washington, D.C. Retrieved October 5, 2015.

IBGC. Endereço eletrônico do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Princípios básicos e sistema. Disponível em <[www.ibgc.org.br/index.php/governanca-corporativa](http://www.ibgc.org.br/index.php/governanca-corporativa)>. Acesso em 09/06/2017.

Instrução CVM nº 10, de 14 de fevereiro de 1980. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst010.html>>.

Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst358.html>>. Acesso em 15/06/2017.

Instrução CVM nº 361, de 5 de março de 2002. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/300/inst361consolidsemmarcas.pdf>>. Acesso em 13/07/2017.

Instrução Normativa nº 10, de 14 de fevereiro de 1980. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst010.html>>.



Instrução Normativa nº 487, de 25 de novembro de 2010. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst487.html>>.

Investor Word. Endereço eletrônico de investor words – Consulta americana de finanças. Disponível em <[http://www.investorwords.com/3655/people\\_pill.html](http://www.investorwords.com/3655/people_pill.html)>. Acesso em 22/06/2017.

Investor Words. Endereço eletrônico de site consulta financeiro. Disponível em <[http://www.investorwords.com/3655/people\\_pill.html](http://www.investorwords.com/3655/people_pill.html)>. Acesso em 18/07/2017.

Investpedia. Endereço eletrônico do Investpedia – Consulta americana de finanças. Disponível em <<http://www.investpedia.com.br/artigo/O+que+e+Free+Float.aspx>>. Acesso em 13/05/2017.

IZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais – regime jurídico*. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

JIMÉNEZ SÁNCHEZ, Guillermo J. *Derecho mercantil I*, Marcial Pons, Barcelona, 2010, p. 23 e ss.

Jota Informativo. Endereço eletrônico do Jota informativo jurídico. Disponível em <<https://jota.info/justica/mais-de-90-do-insider-trading-nao-vai-ao-judiciario-27032017>>. Acesso 02/07/2017.

LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S.A.* v. 2, 2ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1996.

LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Direito das Companhias*. v. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

LAW, Working Paper, nº 73, 2006. Disponível em SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=928928>>. Acesso 18/07/2017.

LEITÃO, Luís Manoel Teles de Menezes. As medidas defensivas contra uma oferta pública de aquisição hostil. O Direito. Ano 138, t. III. Coimbra: Almedina, 2006.

LIPTON, Martin; ROWE, Paul K. Lills, Polls and Professors: A Reply to Professor Gislou. *New York University Center for Law and Business Research Paper*, nº 01-006, abr. 2001. Disponível em SSRN:<<http://ssrn.com/abstract=268520>>. Acesso em 21/06/2017.

LIVRO VERDE – Construção de uma União dos Mercados de Capitais. Endereço eletrônico da União Europeia. Disponível em <<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0063&from=PT>>.

MAMEDE, Gladston, *Direito empresarial brasileiro: direito societário: sociedades simples e empresárias, volume 2/* Gladston Mamede. – 2. Ed. – São Paulo: Atlas, 2007.

MARTINS, Fran. *Curso de direito comercial: empresa comercial, empresários individuais, microempresas, sociedades comerciais, fundo de comércio*. Ed. ver. e atual. – Rio de Janeiro, 2007.

MENDONÇA, José Carvalho Xavier de. *Tratado de Direito Comercial Brasileiro*, v. III. 5. Ed. – São Paulo: Livraria Freitas Bastos S/A, 1958.

MUELLER, Holger M.; PANUNZI, Fausto. Disponível em: <<file:///C:/Users/Leonardo/Downloads/SSRN-id415480.pdf>>. Acesso em 15/06/2017.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima/* Eduardo Secchi Munhoz. – São Paulo: Saraiva, 2013.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Empresa Contemporânea e Direito Societário: poder de controle e grupo de sociedades*. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2002.

NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Medidas defensivas à Tomada de Controle de Companhias* – São Paulo: Quartier Latin, 2011.

NEGRÃO, Ricardo. *Manual de direito comercial e de empresas, volume I /* Ricardo Negrão. – 7. ed. – São Paulo: Saraiva, 2010.

OIOLI, Erik Frederico. *Oferta Pública de Aquisição do Controle de Companhias Abertas – Coleção IDSA de Direito Societário e Mercado de Capitais – Volume 1*. São Paulo: Quartir Latin, 2010.

OSÓRIO, José Diogo Horta. *Da Tomada do Controlo por Sociedades (takeovers) por Leveraged Buy-Out e sua Harmonização com o Direito Português*. Coimbra: Almedina, 2001.

PAPINI, Roberto. *Sociedade anônima e mercado de valores mobiliários* / Roberto Papini. – Rio de Janeiro: Forense, 2004.

Parecer de orientação CVM nº 1, de 27 de setembro de 1978. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare001.html>>.

Parecer de Orientação CVM nº 36, de 23 de junho de 2009. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare036.html>>. Acesso em 24/06/2017.

PENTEADO, Mauro Rodrigues. *Aumento de Capital das Sociedades Anônimas*. São Paulo: Saraiva, 1988.

PRADO, Nioac Roberta. *Oferta pública de ações obrigatória nas S.A.: Tag Along*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

Processo Administrativo CVM RJ 2006/6209. Disponível em <<http://d1ao0r2iuz522v.cloudfront.net/18baaf36b1961c5711035df51864af1b.pdf>>. Acesso em 27/07/2017.

Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2014/591. Disponível <<http://d1ao0r2iuz522v.cloudfront.net/18baaf36b1961c5711035df51864af1b.pdf>>.

Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2014/591. Disponível em <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2016/20160927\\_PAS\\_RJ2014591.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2016/20160927_PAS_RJ2014591.pdf)>.

Processo Administrativo Sancionador CVM nº SP 2007/0118. Disponível em <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080226\\_PAS\\_SP20070118.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080226_PAS_SP20070118.pdf)>.

Processo Administrativo Sancionador CVM nº SP2007/0117. Disponível em <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080226\\_PAS\\_SP20070117.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080226_PAS_SP20070117.pdf)>.

Processo Administrativo Sancionador CVM nº SP2007/0118. Disponível em <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080226\\_PAS\\_SP20070118.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080226_PAS_SP20070118.pdf)>. Acesso em 02/07/2017.

REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito comercial*. v. 2, 20<sup>a</sup> ed. São Paulo: Saraiva, 1995.

RIZZARDO, Arnaldo. *Direito de empresa: Lei nº 10.406, de 10.01.2002/ Arnaldo Rizzardo*. – Rio de Janeiro: Forense, 2009.

ROSA JÚNIOR, Luiz Emygdio da. *Títulos de crédito*. Rio de Janeiro: Renovar, 2000.

SILVA, André Luiz Carvalho da. *Governança corporativa e sucesso empresarial: melhores práticas para aumentar o valor da firma*. 2. ed. – São Paulo: Saraiva, 2014.

TEIXEIRA, Bernardo Romano. Uma análise da Regulação do Mercado de Capitais no Brasil. In: *Âmbito Jurídico*, Rio Grande, XVIII, n. 142, nov. 2015. Disponível em: <[http://www.ambito-juridico.com.br/site/index.php?n\\_link=revista\\_artigos\\_leitura&artigo\\_id=16548&revista\\_caderno=8](http://www.ambito-juridico.com.br/site/index.php?n_link=revista_artigos_leitura&artigo_id=16548&revista_caderno=8)>.

The Law Dictionary. Endereço eletrônico do Dicionário Legal. Disponível em <<http://thelawdictionary.org/poison-pill/> title="POISON PILL">POISON PILL</a>. Acesso em 21/05/2017.

TIZZIANI, Emerson; BARBOSA, Jose Geraldo Pereira; SILVA, Antonio Carlos Magalhaes da. *Táticas de Defesa Contra Aquisições Hostis: O Caso Perdigão x Sadia*. Disponível em <<http://www.anpad.org.br/admin/pdf/FIN-B1854.pdf>>. Acesso em 05/06/2017.

TOMAZETTE, Marlon em *Curso de Direito Empresarial – Teoria Geral e Direito Societário, Volume I*. 3. Ed. – São Paulo: Atlas, 2011.

TOMAZETTE, Marlon. *Direito Societário e Globalização: rediscussão da lógica público-privada do Direito Societário diante das exigências de um mercado global*. São Paulo: Atlas, 2014.

Toro Radar. Endereço eletrônico do consultor de finanças Toro Radar. Disponível em <<https://www.tororadar.com.br/investimento/bovespa/adr-o-que-e>>. Acesso em 12/07/2017.

U.S Securities and Exchange Comission. Endereço eletrônico do governo americano. Disponível em <<https://www.sec.gov/Article/whatwedo.html#org>>. Acesso em 17/07/2017.

VAMPRÉ, Spencer. Tratado Elementar de Direito Commercial, vl.1, F. Briguiet & Cia, Rio de Janeiro, 1922, p. 14 e ss.

VARELLA, Marcelo D. Direito internacional público / Marcelo D. Varella. – 5. Ed. – São Paulo: Saraiva, 2014.